



**SUSTAINABLE
FINANCE LAB**

Een schuldbewust land

Naar een stabiel en duurzaam Nederland

Rens van Tilburg en Francis Weyzig, juli 2014

COLOFON

Het Sustainable Finance Lab is een netwerk van academici van verschillende universiteiten in Nederland dat ideeën ontwikkelt voor- en de discussie aanjaagt over de verduurzaming van de financiële sector. Doel is een stabiele financiële sector die bijdraagt aan een economie die de mens dient zonder daarbij zijn leefmilieu uit te putten.

INHOUDSOPGAVE

Samenvatting	5
1. Inleiding: De schuldvraag	7
2. De financiële balans	9
Het beste jongetje van de klas ...	9
... op het strafbankje	10
Vanaf midden jaren '90 neemt Nederland een hypotheek op de toekomst	11
Beschikbaar inkomen daalt scherp na 2001 ...	12
... door gestegen pensioenpremies ...	13
... en de toenemende belastingdruk op arbeid	14
Grote bedrijven met grote besparingen	15
Grote financieringsproblemen voor het kleinbedrijf	15
Steeds ruimere hypotheekverstrekking ...	16
... veroorzaakt huizenbubbel	17
Bankensector kwetsbaar voor financieringsschokken	18
Publieke schuld neemt toe vanaf 2008	21
Rentestijging bedreigt de Nederlandse economie	23
Huidige aanpak schiet te kort	24
3. De financiële verdeling: het sociale tekort van Nederland	26
Inkomensongelijkheid is gemiddeld, maar stijgende	26
Vermogensongelijkheid lijkt groot	27
Vermogensoverdracht van jong naar oud via de huizenmarkt	29
Vermogensoverdracht van jong naar oud via pensioenfondsen	30
Vermogensoverdracht binnen pensioenfondsen	31
Geld maakt niet gelukkig ...	32
... maar de verdeling ervan is wel van belang voor het welzijn	33
Het bedreigde sociaal kapitaal	34
Huidige aanpak schiet te kort	37
4. Op de ecologische pof	39
De ecologische schuld ...	39
... van Nederland	40
... doorgeschoven naar de toekomst en het buitenland	42
Kansen en bedreigingen van een snelle vergroening van de economie	42
Huidige aanpak schiet te kort	43
5. Conclusie: gezwicht voor de schuldverleiding	46
Uiterlijke kracht verbergt eroderend fundament	46
Gezwicht voor de schuldverleiding	47

6. Vijf koerswijzigingen voor Nederland	50
Koerswijziging 1: Geef prioriteit aan private schuldreductie	50
Koerswijziging 2: Activeer vermogens	51
Koerswijziging 3: Vergroen het belastingsysteem	52
Koerswijziging 4: Stabiliseer de financiële sector	53
Koerswijziging 5: Stuur op een breder welvaartsbegrip	53
Naar een schuldbewust land	54
Bijlage	
Noten	55
Geraadpleegde personen	62

SAMENVATTING

Gezwicht voor de schuldverleiding

De afgelopen jaren is Nederland gezwicht voor 'de schuldverleiding', de mogelijkheid om via schuld verwachte toekomstige inkomsten nu reeds uit te geven. Nederland voelde zich rijk. Positieve financiële stromen onttrokken echter gevaarlijk dalende voorraden aan het zicht. De bronnen van ons welzijn, de voorraden aan financieel-, sociaal- en ecologisch kapitaal, werden uitgehold. Dit rapport presenteert een vijftal koerswijzigingen om de huidige problematische schuldenlast te verkleinen en te voorkomen dat de schuldenlast weer tot zulke problematische hoogtes zal stijgen.

Vermogend maar kwetsbaar

Voor 2008 kende Nederland een hoge economische groei. Sinds de financiële crisis presteert de Nederlandse economie slechter dan de ons omringende landen. De economische voorspoed van voor 2008 was voor een belangrijk deel te danken aan sterk stijgende huizenprijzen. Achterblijvende koopkracht leidde niet tot een vergelijkbare matiging van de consumptie, huishoudens teerden in op hun vermogen en doen dat nog steeds. Besparingen zijn er wel bij grote bedrijven en pensioenfondsen die hiermee slechts beperkt binnenlandse investeringen doen. Voor het midden- en kleinbedrijf is het lastig om financiering te verkrijgen. Tegenover de groeiende hypotheekschuld stonden een groeiende waarde van het huizenbezit en van de pensioenaanspraken. Met de dalende huizenprijzen is echter veel vermogen verdampt. Hoewel per saldo nog altijd een vermogend land, is Nederland kwetsbaar voor ontwikkelingen op de internationale financiële markten zoals een stijgende rente.

Financiële ongelijkheid tast sociaal kapitaal aan

Dat Nederland een schuldenprobleem kent komt door de scheve verdeling van de schulden en vermogens. Via de huizenmarkt en pensioenen heeft een enorme overdracht van vermogens plaatsgevonden van jong naar oud. De hoge private schuldenlast concentreert zich bij jongere huiseigenaren die relatief weinig pensioenrechten hebben opgebouwd en weinig ander vermogen bezitten. Deze schulden belemmeren de mobiliteit op de arbeidsmarkt en daarmee de productiviteitsontwikkeling, ze drukken de bestedingen. Het eenzijdig bij één groep neerleggen van de kosten van de crisis tast het sociaal kapitaal aan, de sociale harmonie die juist ten grondslag ligt aan het economisch succes van Nederland. Grote inkomens- en vermogensverschillen tasten het sociaal vertrouwen en welzijn aan en vormen een gevaar voor de financiële stabiliteit.

Op de ecologisch pof

Ook in ecologisch opzicht loopt de nationale schuld gevaarlijk op. De gemiddelde Nederlander verbruikt jaarlijks meer dan zesmaal zoveel biocapaciteit als er wereldwijd per inwoner beschikbaar is. Was de jaarlijkse CO₂-uitstoot van de Nederlander begin jaren '70 nog de laagste van de ons omringende landen, inmiddels is die de hoogste en is deze alleen in Nederland over deze periode gestegen. De afhankelijkheid van fossiele energie maakt Nederland kwetsbaar voor een internationale aanpak van klimaatverandering en geopolitieke risico's.

Geef prioriteit aan private schuldreductie

De private schulden zijn het voornaamste probleem voor de Nederlandse economie. De overheid moet daarom de economie niet verder afremmen via lastenverhogingen en bezuinigingen. Wel moet de hypotheekrenteaftrek geleidelijk worden beperkt voor bestaande hypotheeken. De lonen kunnen in de goed lopende sectoren omhoog. Onze voornaamste aanbeveling is om het pensioenstelsel ingrijpend te wijzigen zodat jongere huizenbezitters hun pensioenpremies kunnen inzetten om hun hypotheekschuld te verminderen. Dit vereist de overgang van het doorsneestelsel naar een actuarieel faire pensioenopbouw.

Activeer vermogens

Nederland kampt met een achterblijvende binnenlandse vraag en lage investeringen. Veel vermogen is geconcentreerd bij een relatief klein aantal huishoudens, bij een deel van het bedrijfsleven en in pensioenfondsen. Een groot deel van dit geld wordt niet besteed of geïnvesteerd in de Nederlandse economie, maar belegd in internationale financiële markten. Het activeren van deze vermogens voor de Nederlandse economie vereist een tweeledige aanpak: enerzijds het stimuleren van rechtstreekse private investeringen in reële en duurzame economische activiteiten en anderzijds het via de overheid geleiden van vermogen naar publieke investeringen en lagere lasten op arbeid.

Vergroen het belastingsysteem

Vergroening van de economie is van groot belang voor een stabiele en duurzame ontwikkeling van de Nederlandse economie. Financiële instellingen kunnen een actievere bijdrage leveren aan deze transitie. Deze bijdrage kent wel zijn financiële beperkingen. Het is de overheid die negatieve externaliteiten van grondstoffengebruik, milieuvuiling en uitstoot van broeikasgassen kan beprijzen. Naast maatregelen op Europees of wereldwijd niveau moeten en kunnen ook op nationaal niveau verdere stappen worden gezet.

Stabiliseer de financiële sector

Financiële instellingen moeten hun doelstelling verleggen naar meervoudige waardecreatie. Bestaande indicatoren hiervoor moeten verder worden ontwikkeld en de governance aangepast. Toezichthouders moeten de opbouw van onevenwichtigheden tegen kunnen gaan, zoals een limiet stellen aan de hoogte van de hypotheek ten opzichte van de woningwaarde (LTV-ratio).

Stuur op een breed welvaartsbegrip

In de samenleving als geheel moet het brede welvaartsbegrip meer centraal komen te staan. Bbp wordt een steeds minder geschikte maatstaf. Om de bestaande brede welvaartsindicatoren een prominentere rol te laten spelen dienen ze frequenter en sneller beschikbaar te komen en vóór de financiële doorrekeningen gepubliceerd te worden.

Een schuldbewust land

Schuld maakt het mogelijk dat iemand met niets meer dan een goed idee en de wil om dit te realiseren de wereld ook daadwerkelijk kan verbeteren. Maar schuld is niet alleen een vehikel voor vooruitgang. Het biedt ook de mogelijkheid om de kosten van huidige consumptiegroei door te schuiven naar de toekomst.

Een schuldbewust land is niet een land dat geen schulden maakt. Wel is het een land dat telkens een bewuste afweging maakt tussen het voordeel dat het aangaan van schulden nu oplevert en de bijbehorende lasten en risico's voor de toekomst, op zowel financieel, als sociaal en ecologisch gebied.

1. INLEIDING: DE SCHULDVRAAG

Het Sustainable Finance Lab draagt via het ontwikkelen van nieuwe ideeën bij aan de verduurzaming van de financiële sector. Een stabiele en duurzame financiële sector vereist meer dan financiële hervormingen. De schuldvraag waar Nederland voor staat vereist een breed maatschappelijk antwoord, waarbij naar de hele balans wordt gekeken: financieel, sociaal en ecologisch.

Het beste jongetje van de klas ...

De jaren voor 2008 waren in de westerse wereld, en zeker in Nederland, jaren van economische voorspoed. De economische groei was stabiel en de inflatie laag. De Nederlandse export steeg, de werkloosheid en de overheidsschuld daalden, pensioenfondsen hadden zoveel reserves dat de premies in de jaren '90 omlaag konden. Nederland presteerde beter dan andere Europese landen, het poldermodel werd tot in het Witte Huis geroemd.

... in het strafbankje

In 2008 keerde het tij en de westerse wereld worstelt sindsdien met een financiële en economische crisis. De economische voorspoed van voor 2008 bleek gebouwd op een fundament van schulden. Huizenprijzen zijn met ruim 20% gedaald¹ en veel hypotheeklen staan onder water. De grote financiële sector blijkt een kwetsbaarheid voor de economie, die niet alleen opwaartse maar ook neerwaartse bewegingen versterkt. Met een laag consumentenvertrouwen, snel oplopende werkloosheid en een traag herstel van de economische groei steekt Nederland slecht af bij andere eurolanden. De Nederlandse triple-A rating wankelt en Nederland kwam zelfs op het economisch strafbankje van de Europese Commissie terecht.

De schuldvraag

De westerse samenleving worstelt met de schuldenlast van huishoudens, banken, overheden en bedrijven. In 2013 besloot het Sustainable Finance Lab (SFL) de huidige balans voor Nederland op te maken. Onder de noemer 'De schuldvraag' hebben we een brede analyse gemaakt van de schulden crisis en de vraag gesteld wat nodig is voor een stabiele en duurzame economische ontwikkeling van Nederland.

Daartoe hebben wij niet alleen naar de stroomgrootheden gekeken, als de economische groei, maar juist ook naar de voorraden. Met andere woorden: naar de nationale balans, de waarde van alle economische hulpbronnen. Omdat niet alle economische hulpbronnen goed in geld zijn uit te drukken moet de analyse van de balans verder gaan dan alleen financiële posities en moet ook worden gekeken naar de sociale en ecologische dimensies.

Hierbij konden wij voortbouwen op analyses die de laatste jaren zijn verschenen over de Nederlandse economie, van onder andere het PBL, de SER², de WRR³ en de OESO⁴. Op diverse publieksavonden van het SFL is de thematiek bediscussieerd. Wij danken de inleiders en panelleden en de door ons geraadpleegde experts voor hun bijdrage.⁵ Bijzondere dank zijn wij verschuldigd aan de leden van het SFL die in gezamenlijkheid een vijftal discussies aan deze thematiek wijden en daarnaast altijd individueel beschikbaar waren voor verdere dialoog.

Duidelijk is dat voor een stabiele en duurzame economische ontwikkeling van Nederland meer nodig is dan enkel financiële hervormingen. De financiële crisis is het gevolg van bredere maatschappelijke onevenwichtigheden. Daarom reikt deze analyse verder dan enkel het functioneren van de financiële sector. Financiële instellingen kunnen niet verduurzamen als zij alleen worden afgerekend op hun financiële prestaties op de korte termijn of als projecten rendabel lijken doordat externe effecten zoals milieuvervuiling en uitstoot van broeikasgassen niet afdoende worden geprijsd. De kredietverlening aan subprime huizenkopers in de VS was financieel gezien onverstandig, maar er was wel een brede maatschappelijke druk om huizenbezit ook voor de armste Amerikanen mogelijk te maken. In Nederland was er vóór de crisis geen politiek draagvlak voor verantwoorde grenzen aan de hypotheekverlening.

Wij constateren dat op verschillende plekken al goede analyses zijn gemaakt, maar dat tegelijkertijd de noodzakelijke veranderingen nog ontbreken. Niet in de laatste plaats omdat het nog ontbreekt aan goed uitgewerkte voorstellen. Het SFL zal de komende jaren de voortgang op de door ons bepleitte koerswijzigingen blijven volgen en de verandering aanjagen.

Leeswijzer

In het volgende hoofdstuk beschrijven we de macro-economische ontwikkelingen in Nederland. We laten zien hoe de financiële boekhouding van Nederland is veranderd en wat daaraan ten grondslag lag. Het derde hoofdstuk kijkt naar de verdeling van de schulden en vermogens, de sociale dimensie. Het vierde hoofdstuk kijkt naar onze ecologische boekhouding. In hoofdstuk vijf trekken we conclusies en in het zesde formuleren we een vijftal koerswijzigingen.

2. DE FINANCIËLE BALANS

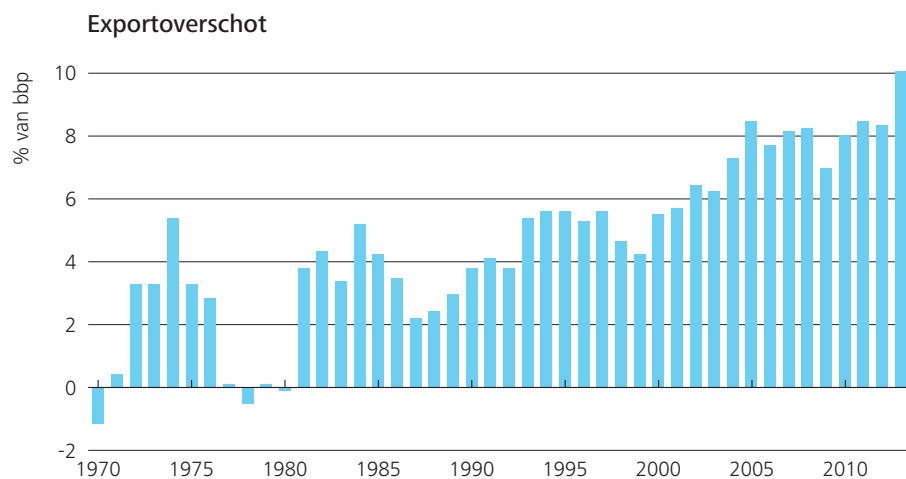
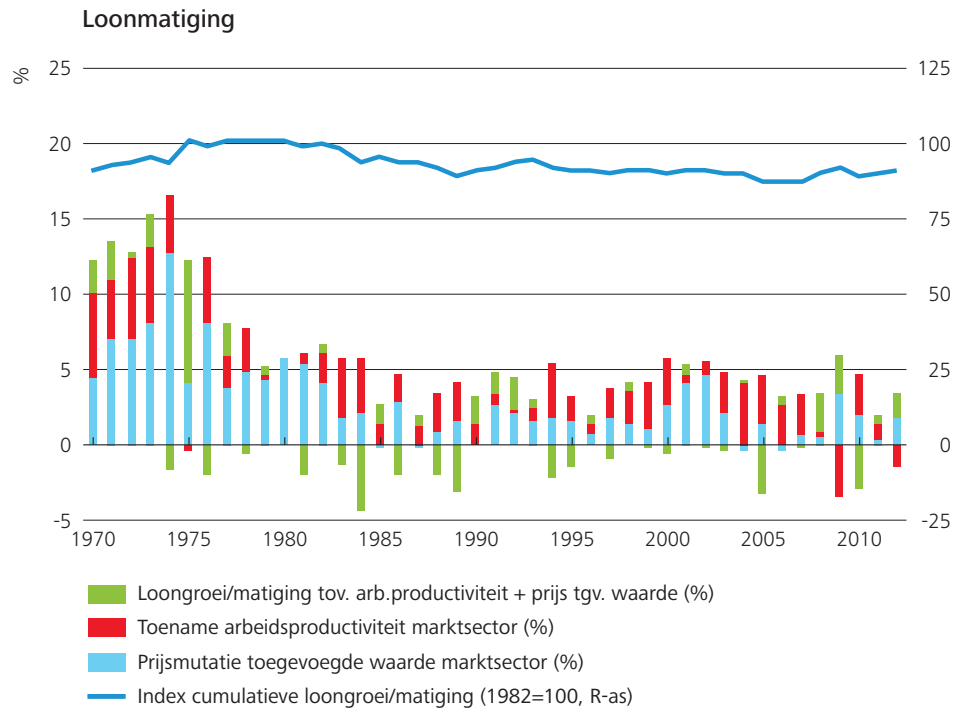
Dit hoofdstuk presenteert de financiële balans van Nederland. Voor 2008 kende Nederland een hoge economische groei. Sinds de financiële crisis presteert de Nederlandse economie slechter dan de ons omringende landen. De economische voorspoed van voor 2008 was voor een belangrijk deel te danken aan sterk stijgende huizenprijzen. Achterblijvende koopkracht leidde niet tot een vergelijkbare matiging van de consumptie, huishoudens teerden in op hun vermogen en doen dat nog steeds. Besparingen zijn er wel bij grote bedrijven en pensioenfondsen die hiermee slechts beperkt binnenlandse investeringen doen. Voor het midden- en kleinbedrijf is het lastig om financiering te verkrijgen. Tegenover de groeiende hypotheekschuld stonden een groeiende waarde van het huizenbezit en van de pensioenaanspraken. Met de dalende huizenprijzen is echter veel vermogen verdampt. Hoewel per saldo nog altijd een vermogend land, is Nederland kwetsbaar voor ontwikkelingen op de internationale financiële markten.

Het beste jongetje van de klas ...

In de jaren voor 2008 was de Nederlandse economie internationaal gezien vaak het 'beste jongetje van de klas'. De Nederlandse arbeidsproductiviteit behoort tot de hoogste van de wereld en de werkloosheid was laag. Het Nederlandse poldermodel van overleg tussen werkgevers en werknemers, resulterend in sociale harmonie en lage kosten van arbeidsconflicten, werd met bewondering gadeslagen. In 1999 prees de Amerikaanse president Bill Clinton premier Wim Kok op een conferentie over de sociaal-democratische Derde Weg: *'He was doing it all before we were.'*

Het Nederlandse succes was uit nood geboren. De gasexporten in de jaren '60 deden de koers van de gulden sterk stijgen, waardoor de Nederlandse concurrentiepositie verslechterde – de *Dutch disease* – met een economische crisis als gevolg. In de jaren '70 werd de Nederlandse economie hard geraakt door de twee oliecrises. Er vond een snelle stijging van de prijzen en lonen plaats, waardoor de internationale concurrentiepositie van Nederland verslechterde. De handelsbalans werd negatief. Sinds het Akkoord van Wassenaar uit 1982 voert Nederland een beleid van loonmatiging. In de jaren '80 en '90 zijn de prijzen en lonen daardoor veel minder snel gestegen. Onderstaande grafiek laat dit zien. Bovendien stegen de totale loonkosten gemiddeld minder dan de prijs van de toegevoegde waarde plus de arbeidsproductiviteit in de marktsector. Ten opzichte van deze referentiewaarde vond dus loonmatiging plaats. Loonmatiging stimuleert de export maar drukt ook de binnenlandse bestedingscapaciteit. Sinds begin jaren '80 heeft Nederland een structureel exportoverschot.

Van midden jaren '80 tot 2008 ontwikkelt de Nederlandse economie zich gunstig. De bbp-groei is stabiel en relatief hoog vergeleken met onze buurlanden. De dotcom-crisis in 2001 veroorzaakte een kleine recessie maar de economie herstelde zich snel. Onderstaande grafiek laat zien

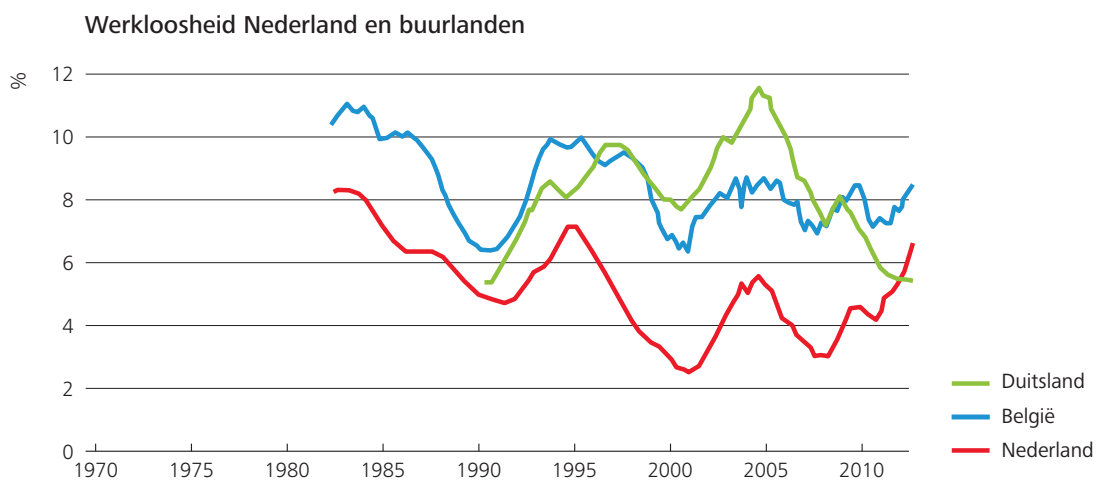
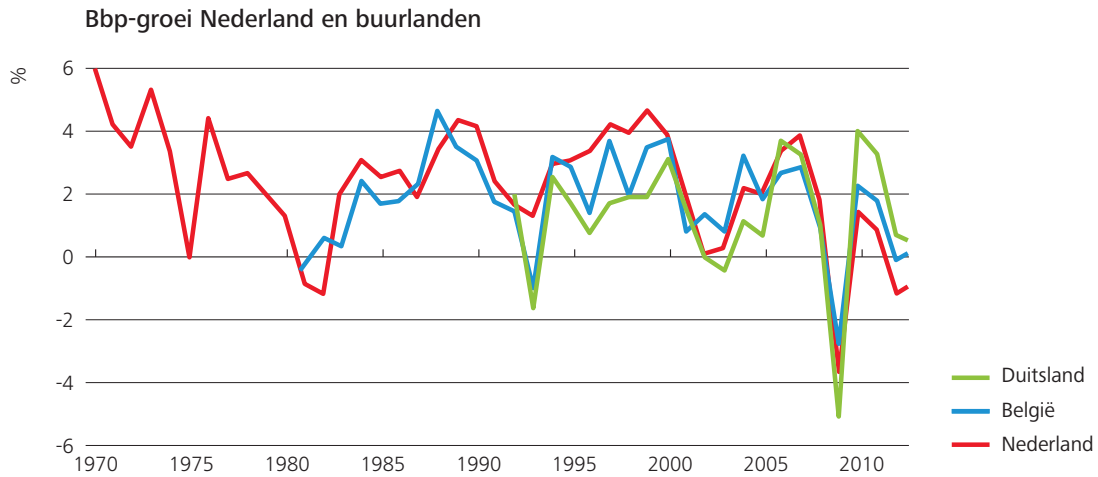


Bronnen: CPB MEV en CBS Statline.

dat de Nederlandse bbp-groei een groot deel van deze periode hoger ligt dan in Duitsland na de eenwording en aanzienlijk minder grillig is dan in België. Bovendien lijkt de werkloosheid trendmatig te dalen. Rond 1990 is er maar een beperkt verschil tussen de werkloosheidscijfers van Nederland, Duitsland en België (gemeten volgens de internationale definitie). In de jaren '90 daalt de werkloosheid in Nederland echter verder, terwijl dat in België niet gebeurt en in Duitsland de werkloosheid zelfs fors stijgt. Op een aantal belangrijke fronten lijkt Nederland het beste jongetje van de klas.

... op het strafbankje

De financiële crisis laat weinig heel van dit beeld. Nederland wordt weliswaar minder hard geraakt dan landen met een grotere vastgoedbubbel als Ierland en Spanje, maar krijgt grotere klappen dan veel andere EU-landen en herstelt zich langzamer. Onderstaande grafieken laten bijvoorbeeld

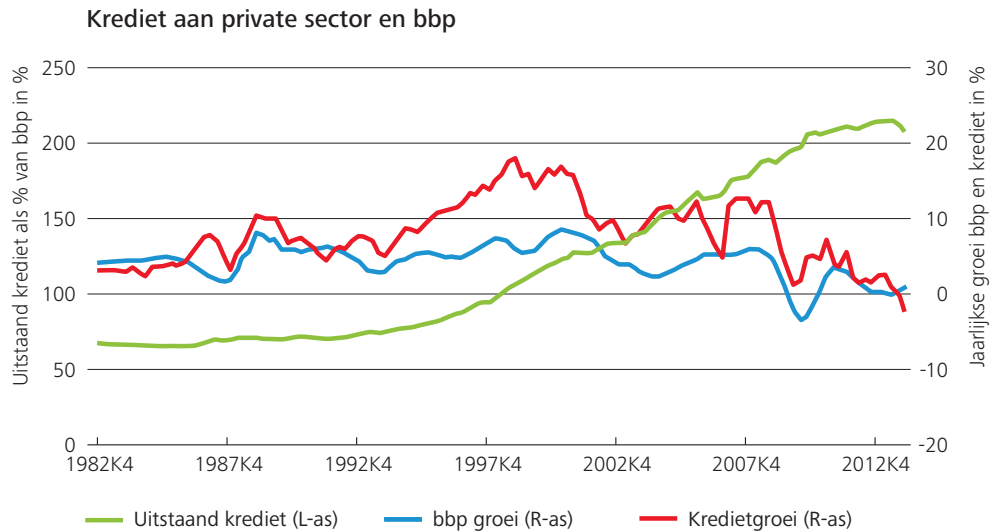


Bron: Eurostat, nominale bbp-groei en seizoensgecorrigeerde werkloosheid (internationale definitie). De meeste gegevens zijn niet voor de hele periode beschikbaar.

zien dat sinds 2010 de bbp-groei in Nederland lager ligt dan in België en Duitsland en in 2012 zelfs voor de tweede keer negatief wordt. De werkloosheid loopt in Nederland veel sterker op dan in het schijnbaar stuurloze België, terwijl deze in Duitsland sinds medio 2009 blijft dalen. Het Nederlandse consumentenvertrouwen daalt fors en ligt op het dieptepunt eind 2012 ver onder het gemiddelde in de eurozone.⁶ Eind 2013 verliest de Nederlandse staat de felbegeerde AAA-rating voor de hoogste kredietwaardigheid van S&P, één van de drie grote kredietbeoordelaars. Hoewel de crisis duidelijk heeft gemaakt dat aan dit soort beoordelingen niet te veel waarde moet worden gehecht, betekent dit wel een flinke deuk in de Nederlandse reputatie als financieel oerdegelijk land. Omdat het begrotingstekort niet aan de Europese normen voldoet komt Nederland, zelf één van de grootste voorstanders van meer Europese controle op de begroting en economie van afzonderlijke lidstaten, in 2009 op 'het strafbankje', de zogenaamde 'excessieve tekort procedure'.

Vanaf midden jaren '90 neemt Nederland een hypotheek op de toekomst

Zoals de SER eerder beschreef, heeft deze omslag in de Nederlandse economie alles te maken met de hoge private schuldenlast en de omvang van de financiële sector in Nederland.⁷ Onderstaande grafiek beschrijft de ontwikkeling van kredieten verstrekt door de Nederlandse bankensector aan de private sector (exclusief interbancaire kredieten) sinds 1982.⁸ Tot begin jaren '90 is



Bron: bbp van CBS (inclusief historische reeksen); uitstaand krediet berekend op basis van DNB data, inclusief hypotheekleningen van banken verstrekt via SPVs, gecorrigeerd voor tegengestelde reeksbreuken in interbancaire leningen en deposito's en voor ongerelateerde tegengestelde reeksbreuken van gelijke omvang in 1998K4 en 2010K2.

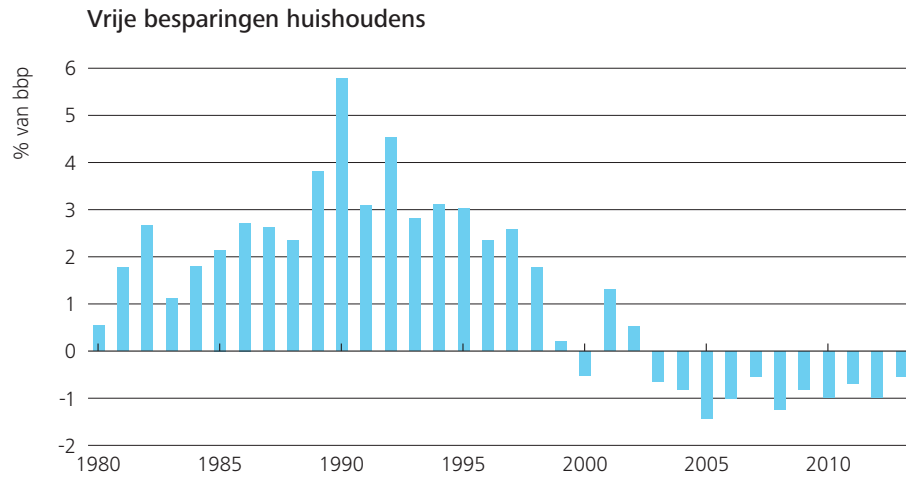
de kredietgroei ongeveer in lijn met de bbp-groei. De hoeveelheid uitstaand krediet stijgt daarvoor nauwelijks ten opzichte van het bbp. Daarna nemen de uitstaande kredieten sneller toe, net als in andere landen. In de 15 jaar voor de crisis ligt de kredietgroei structureel op een veel hoger niveau dan de bbp-groei. Sinds 2008 zijn de uitstaande kredieten per saldo blijven stijgen, pas eind 2013 is de private schuldenlast weer een paar procent gedaald.

De stijging van de private schuldenlast wordt grotendeels gedreven door hogere hypotheekschulden van huishoudens. Van midden jaren '90 tot 2008 namen huishoudens zo'n €10 miljard tot €20 miljard per jaar aan hypotheek op de overwaarde van hun huis om consumptie te financieren.⁹ Dat is ruwweg 3% van het bbp, ongeveer evenveel als de groei van de economie voor de crisis. Eind jaren '90 stonden daar op macroniveau nog besparingen van huishoudens tegenover. Onderstaande grafiek laat zien dat de vrije besparingen van huishoudens (dus uitgezonderd de collectieve pensioenbesparingen) in 2000 voor het eerst negatief werden. Sinds 2003 is dat structureel het geval.

Traditioneel is Nederland een land van zuinige spaarders, maar dat beeld klopt al een tijd niet meer. Huishoudens hebben per saldo een deel van de stijgende overwaarde van hun huizen aangewend voor consumptie. De crisis heeft dit patroon niet veranderd. Huiseigenaren met vrij vermogen doen de laatste jaren extra aflossingen op hypotheek, maar per saldo teren de Nederlandse huishoudens nog steeds in op hun vermogen.

Beschikbaar inkomen daalt scherp na 2001 ...

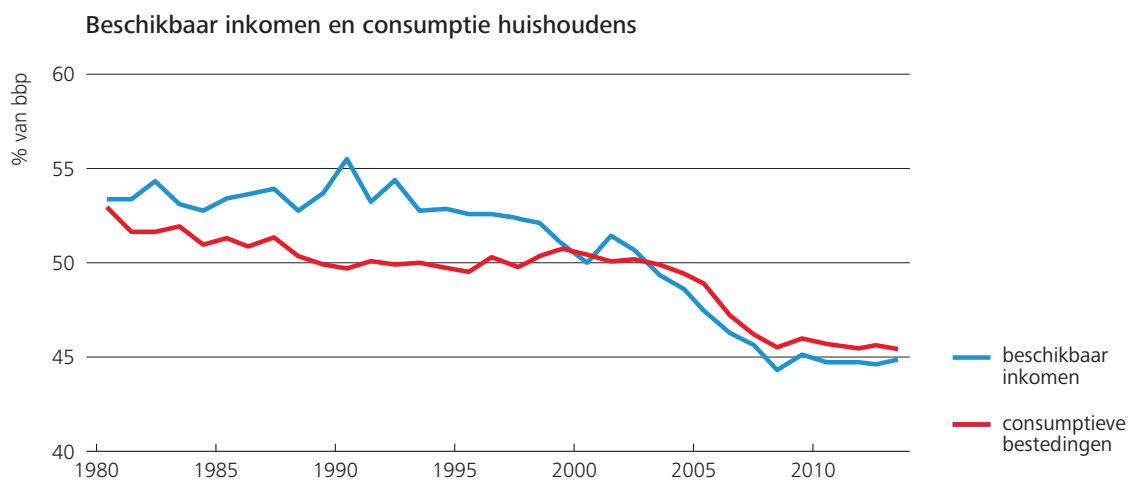
De negatieve besparingen van huishoudens zijn te verklaren uit de relatieve daling van het beschikbaar inkomen. Onderstaande grafiek laat zien dat het beschikbaar inkomen als percentage van het bbp is gedaald van ongeveer 54% naar 45%. Omdat het nominale bbp sinds 2011 vrijwel gelijk is gebleven, is het reëel beschikbaar inkomen in 2012 en 2013 gedaald. Om de consumptiegroei toch op peil te houden zijn de Nederlandse huishoudens meer gaan besteden dan zij verdienen toen de inkomensgroei achterbleef.



Het is dan ook niet toevallig dat het spaargedrag van huishoudens omsloeg nadat het beschikbaar inkomen in 2001 begon te dalen. Oplopende schulden van huishoudens maakten hogere binnenlandse bestedingen mogelijk en compenseerden op macroniveau voor de achterblijvende koopkrachtontwikkeling. De Nederlandse economie werd voor 2007 dus gestimuleerd met schuldgefinancierde consumptie. In tegenstelling tot *subprime* hypotheeklen in de VS ging het daarbij niet om arme huishoudens waarvoor geen financieel vangnet beschikbaar was. In Nederland bouwden de hoge schulden zich op bij een brede groep middeninkomens.

... door gestegen pensioenpremies ...

Het beschikbaar inkomen van Nederlandse huishoudens is onder meer gedaald als gevolg van gestegen pensioenpremies, van 3% van het bbp in 1992 naar 6% in 2012.¹⁰ Een groot deel van de premiestijging vond plaats na de dotcom-crisis, die grote verliezen veroorzaakte op de aandelenportefeuilles van pensioenfondsen. Eind 2001 was de waarde van de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen ongeveer gelijk aan het bbp. Een jaar later was de waarde van deze beleggingen bijna 10% gedaald, terwijl de pensioenverplichtingen met 10% waren toegenomen door de dalende rente en indexatie.¹¹ Hoewel de schok in 2008 nog groter was, volgde in 2002



Bron: CBS Statline.

een grotere premiestijging omdat de pensioenpremies in de aanloop naar de dotcom-crisis niet kostendekkend waren.¹² Van 2001 op 2002 stegen de premies met ongeveer de helft.¹³

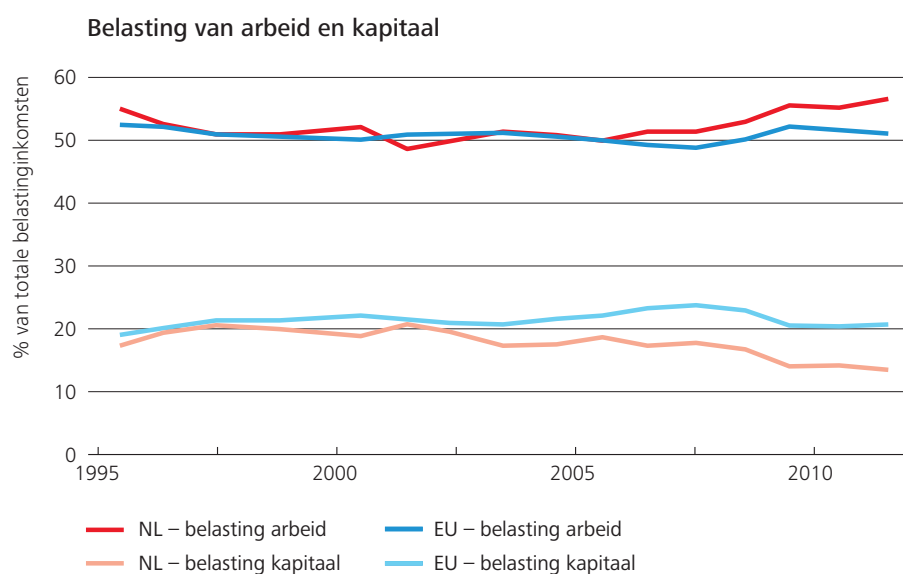
Door de grote omvang van de pensioensector en onvoorzichtig premiebeleid blijkt Nederland relatief kwetsbaar voor schokken op financiële markten. Dit wordt versterkt doordat pensioenfondsen zeer terughoudend zijn met het korten van bestaande pensioenaanspraken. In reactie op de dotcom-crisis werden de premies verhoogd en veel fondsen schakelden voor de opbouw van nieuwe pensioenaanspraken over van een eindloon- naar een middelloonregeling. De kosten van de aanpassing kwamen zo vrijwel helemaal voor rekening van werknemers en werkgevers.

... en de toenemende belastingdruk op arbeid

Het totale aandeel van bedrijfswinsten in het bbp is ook gestegen door de gematigde loonontwikkeling en door de verschuiving van belastingdruk op bedrijfswinsten en rendement op vermogen naar arbeidsinkomsten.¹⁴ In Nederland is de belastingdruk op arbeid toegenomen en de belastingdruk op kapitaal afgenomen, terwijl dat in de EU als geheel niet het geval is. Onderstaande grafiek geeft de verschuiving in belastingdruk weer voor de periode 1995-2011. Het gaat hierbij om een combinatie van verschillende belastingen die door de Europese Commissie zijn toegerekend aan de productiefactoren arbeid en kapitaal.

De stijging van de belastingdruk op arbeid en daling van de belastingdruk op kapitaal begint in 2001, het jaar waarin een grote herziening van het belastingstelsel in Nederland wordt doorgevoerd met de introductie van het boxensysteem. Dit maakt het fiscaal aantrekkelijk voor directeur-grotaandeelhouders om te sparen binnen de eigen onderneming door bedrijfswinsten niet uit te keren als dividend. Ingehouden winsten worden namelijk niet aangemerkt als inkomsten uit onderneming in box 2 en zijn alleen onderworpen aan de vennootschapsbelasting.¹⁶ Het maximumtarief van de vennootschapsbelasting daalt van 35% (2001) naar 25%.

In feite gaat het bij de belasting op arbeid en kapitaal om een verdelingskwestie. De verschuiving in belastingdruk heeft een direct effect op de beschikbare inkomens van veel huishoudens omdat vermogens in Nederland zeer scheef zijn verdeeld. Bijna 98% van alle ondernemingsvermogen



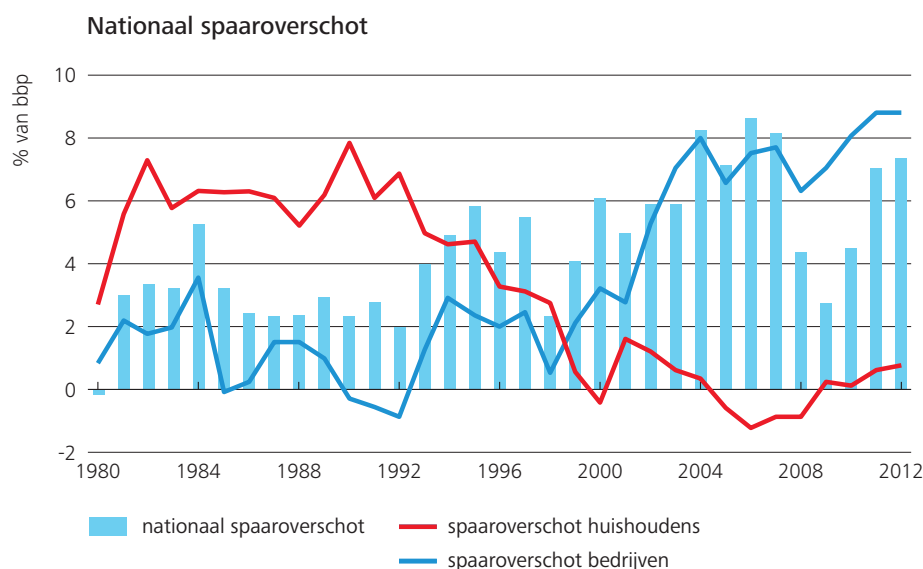
Bron: EC¹⁵.

is bijvoorbeeld in handen van ongeveer 60.000 huishoudens.¹⁷ De meeste huishoudens worden dus meer geraakt door de stijgende belastingdruk op arbeid dan dat zij profiteren van de dalende belastingdruk op kapitaal. Het volgende hoofdstuk gaat verder in op de vermogensverdeling.

Grote bedrijven met grote besparingen

Sinds 1992 stijgt het inkomen van niet-financiële bedrijven van 2% naar 10% van het bbp. Het betreft hier de ingehouden winsten, na rente en belastingen en inclusief dividenden ontvangen van buitenlandse dochterondernemingen. De stijging komt vooral door hogere inkomsten uit buitenlandse investeringen. Het Nederlandse exportoverschot leidt tot winsten, die grotendeels worden aangewend voor buitenlandse investeringen en daardoor vooral tot opbouw van bedrijfsvermogen in het buitenland.

Onderstaande figuur laat zien dat tot eind jaren '90 het nationale spaaroverschot vooral door huishoudens werd gespaard. Sindsdien echter sparen bedrijven aanzienlijk meer dan huishoudens.



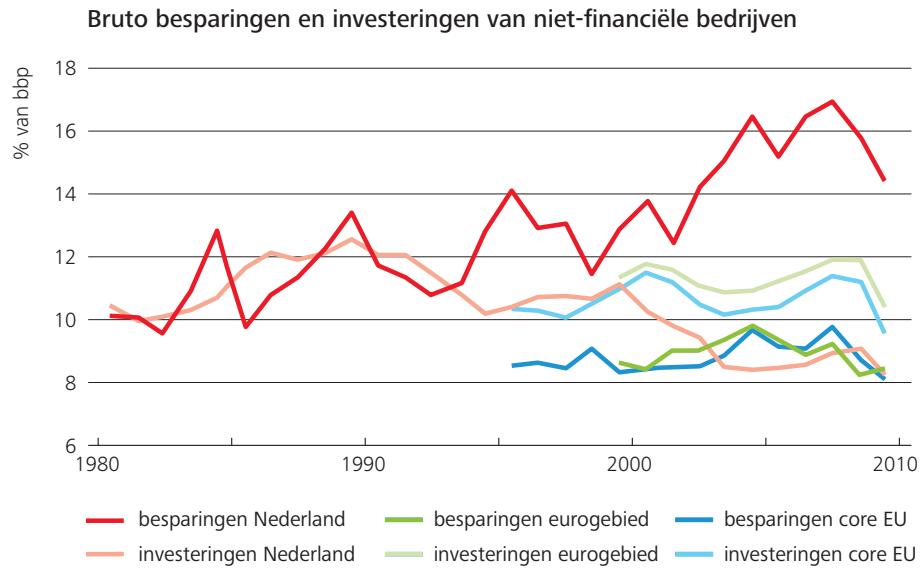
Bron: Knot (2013)¹⁸

Terwijl de bedrijfsbesparingen sterk stegen, namen de bedrijfsinvesteringen juist af. De figuur op de volgende pagina laat zien dat dit in vergelijking met de rest van het eurogebied, waar de besparingen en investeringen veel dichterbij elkaar in de buurt blijven, een sterk afwijkend beeld is.

Er gaapt dus een kloof tussen besparingen en investeringen. Het toekomstige verdienvermogen wordt daardoor uitgehold: de Nederlandse private sector bouwt veel vermogen op, maar investeert dat niet in de Nederlandse economie.¹⁹

Grote financieringsproblemen voor het kleinbedrijf

Waar de grote bedrijven per saldo een flink spaaroverschot hebben kampt het midden- en kleinbedrijf (MKB) juist met toenemende financieringsproblemen. Banken hebben de verstrekkingvoorwaarden voor leningen aan het MKB sinds 2007 flink aangescherpt, meer dan voor het grootbedrijf. Het Nederlandse MKB heeft vergeleken met het grootbedrijf relatief weinig eigen



Bron: Leering en Schotten (2013)

vermogen. In 2013 bedroeg de solvabiliteit van het MKB 35,2%, die van het grootbedrijf 49,6%. Opvallend is dat de solvabiliteit van het MKB als geheel in de crisisjaren is toegenomen. Deze was in 2010 33,8%. Binnen het MKB bestaan flinke verschillen tussen sectoren. Sectoren met een lage solvabiliteit zijn transport (19,8), horeca (24,3) en detailhandel (25,9). Sectoren met een hoge solvabiliteit zijn te vinden in in exportgerichte sectoren als voedings- en genotsmiddelen (38,4) en de chemische industrie (41,9).²⁰

Bankleningen zijn voor het Nederlandse MKB steeds lastiger te verkrijgen. In de eerste plaats is het aantal MKB-bedrijven dat geen financieringsaanvraag doet bij een bank omdat het verwacht te worden afgewezen met 10% hoger dan het euro-gemiddelde van 6%. Maar ook als wel een aanvraag wordt gedaan is het succes relatief klein: 36% van de Nederlandse MKB'ers ondervindt dan problemen, tegenover 23% gemiddeld in de eurozone.²¹

Het Nederlandse MKB maakt de laatste jaren een beweging richting andere financieringsvormen dan bankleningen.²² Op de vraag welke financieringsvorm zij de komende 2-3 jaar bij voorkeur gebruiken nam bankleningen af van 70% in 2011 naar 51% in 2013. De interesse in extern eigen vermogen verdubbelde (van 2,3% naar 4,6%) net als die voor achtergestelde leningen (5,4% naar 9,7%).²³ Het aandeel MKB bedrijven dat voor eigen vermogen aanklopt bij familie en vrienden nam tussen 2012 en 2013 toe van 11 naar 30%. Bij het kleinbedrijf zelfs tot 58%.²⁴

Banken geven aan het MKB alleen te kunnen financieren als deze haar solvabiliteit verhoogt. Voor het MKB, in het bijzonder het niet-exporterende deel, zal dat heel lastig zijn. De rendementseis voor extern eigen vermogen ligt rond de 17%²⁵ terwijl de gemiddelde rentabiliteit in 2013 ruim 10% was.²⁶ Een rentabiliteit die door hogere solvabiliteit verder getemperd wordt.

Steeds ruimere hypotheekverstrekking ...

De schuld gefinancierde bestedingen van huishoudens zijn gefaciliteerd door banken, die in de jaren '90 en '00 steeds ruimer hypotheekleningen gingen verstrekken. Onderliggende oorzaak is de aftrekbaarheid van hypotheekrente. Dit fiscale voordeel is problematisch omdat het aanmoedigt om zoveel mogelijk te lenen. Vanaf de jaren '90 hebben nieuwe hypotheekvormen het mogelijk

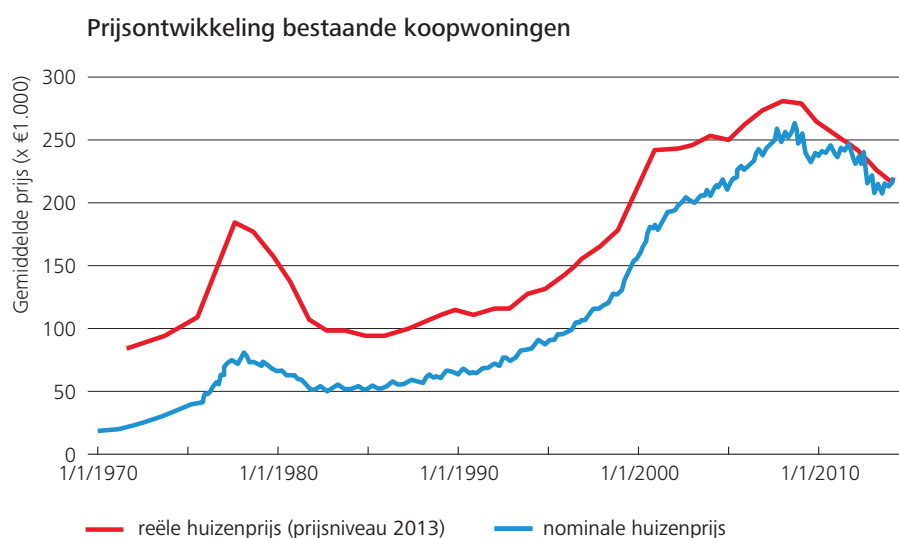
gemaakt om de aftrek maximaal te benutten. Lineaire en annuïteitenhypotheken maakten plaats voor spaar- en beleggingshypotheken. In 1996 kende bijna de helft van de uitstaande hypotheekschuld een lineaire of annuïtaire aflossing, in 2010 was dat nog maar 2%.²⁷

Door een verschuiving van annuïtaire naar aflossingsvrije hypotheken, in combinatie met een daling van de rente, konden huishoudens steeds meer lenen bij gelijkblijvende woonlasten. De leencapaciteit van huishoudens nam in de jaren '90 met zeker 20% toe door een daling van de hypotheekrente, van circa 10% naar 6%.²⁸ Daarnaast nam de leencapaciteit toe door het meetellen van het tweede inkomen.²⁹ Dit was een belangrijke factor die het effect van andere ontwikkelingen versterkte. De lage rente en de inzet van het tweede inkomen zijn echter geen permanent gegeven.³⁰ Daarnaast steeg het aflossingsvrije gedeelte van de totale hypotheekschuld van ongeveer 10% in 1996 naar 56% in 2010.³¹ Voor dezelfde netto maandlasten kan geheel aflossingsvrij zo'n 50% meer worden geleend dan met een annuïtaire hypotheek.³² Tegelijk hoefden huishoudens minder eigen geld in te brengen. De gemiddelde *loan-to-value* ratio van nieuwe hypotheken steeg in de jaren '90 van minder dan 90% tot ongeveer 100% van de marktwaarde.³³

Versoepeling van hypotheekvoorwaarden had dus een grote invloed op de toename van de hypotheekschuld en heeft de economie kwetsbaarder gemaakt. Het heeft huishoudens gevoeliger gemaakt voor renteschokken, omdat bij een aflossingsvrije hypotheek de maandlasten volledig uit rente bestaan. Een verdubbeling van de rente betekent dan een verdubbeling van de maandlasten. Bij een annuïtaire of spaarhypotheek is dat effect veel kleiner. Bovendien bestaat het gevaar dat mensen met een aflossingsvrije of beleggingshypotheek die na 30 jaar hun hypotheekrente niet meer mogen aftrekken vanaf 2031 massaal in de problemen komen.

... veroorzaakt huizenbubbel

Door dat de prijs van koopwoningen in Nederland vooral wordt bepaald door de financieringsmogelijkheden, heeft de hogere leencapaciteit de huizenprijzen opgedreven.³⁴ Vooral in 1999 en 2000 was sprake van extreme prijsstijgingen, van meer dan 15% per jaar. Deze ontwikkelingen maakten zowel huishoudens als banken kwetsbaarder voor tegenvallers, zonder dat starters of doorstromers op de huizenmarkt hier voordeel van hadden. Veel verschillende partijen, waaronder de politiek en consumenten zelf, speelden een rol in deze ontwikkelingen.



De ontwikkelingen op de woningmarkt worden mede veroorzaakt door een beperkt aanbod van passende nieuwbouwwoningen en particuliere huurwoningen. De huizenbubbel treft echter ook huishoudens met een inkomen tussen de €20.000 en €40.000, die doorgaans in aanmerking kunnen komen voor een sociale huurwoning. Van deze inkomensgroep heeft bijna 40% een eigen woning en huurt ongeveer 50% een corporatiewoning.³⁵

DNB waarschuwde in 2000 al dat hoge hypotheekschulden de Nederlandse economie en de bankensector kwetsbaar hadden gemaakt voor een daling van de huizenprijzen. Het alarmsignaal wordt opgepikt. Zo kopte dagblad Trouw bijvoorbeeld *“Stop te hoge hypotheek”*.³⁶ DNB constateerde ook dat de renteaftrek het aangaan van hoge hypotheekschulden stimuleerde, maar achtte het *“niet haar taak om een oordeel te geven over de fiscale behandeling van hypotheekleningen”*.³⁷ Begin 2001 volgde een soortgelijke waarschuwing van het IMF: *“... risks have risen in the mortgage market, as lending standards have been relaxed and households have extended their borrowing to finance increasingly expensive houses and to take advantage of the deductibility of mortgage interest payments”*.³⁸

Deze waarschuwing was niet krachtig genoeg en werd genegeerd. De belangrijkste aanbeveling van DNB, een beperking van de *loan-to-value* ratio tot 100% van de marktwaarde, riep veel weerstand op. DNB was en is niet bevoegd om zelf maximale *loan-to-value* ratio's op te leggen. De toenmalige Minister van Financiën, Gerrit Zalm, besloot geen wettelijke beperking in te voeren. Zalm stelde dat het *“niet aan de overheid is om de keuze van de consument en de geldverstrekker te bepalen”*.³⁹ Voor afzonderlijke banken leek het aantrekkelijk om hoge hypotheekleningen te verstrekken, zo lang de huizenprijzen stegen. Het aantal wanbetalingen op hypotheekleningen is in Nederland bijzonder laag, ook nu nog, en bij NHG-hypotheekleningen zijn de kredietrisico's voor banken beperkt. Bovendien stonden banken onder druk om mee te gaan in de soepele hypotheekverstrekking door de onderlinge concurrentie. Individuele bankmedewerkers en tussenpersonen werden geprikkeld om veel te produceren. Hun prestaties (en beloning) werden afgemeten aan de omvang van de hypotheekverstrekking. Zonder gecoördineerde actie op sectorniveau of maatregelen van buitenaf was de kredietgroei niet in toom te houden.

In de periode 2000-2007 bleef de hypotheekschuld groeien met gemiddeld 10% per jaar en namen de kwetsbaarheden verder toe. Met aflossingsvrije hypotheekleningen werd de maximale leencapaciteit bereikt. De huizenprijzen kunnen niet verder stijgen door nog soepelere hypotheekverstrekking.

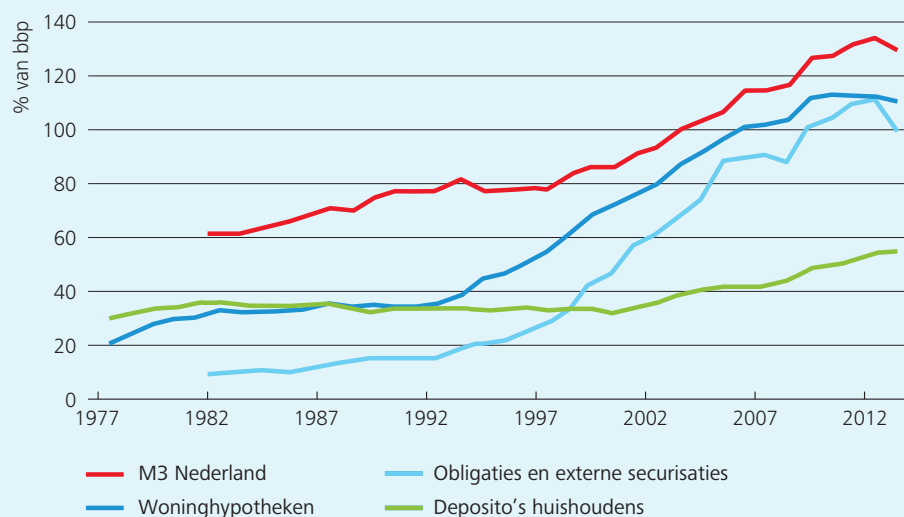
Bankensector kwetsbaar voor financieringsschokken

Door de hogere hypotheekverstrekking steeg de financieringsbehoefte van banken. De verschuiving naar hypotheekvormen waarbij vermogensopbouw buiten de bankensector of helemaal niet meer plaatsvindt, speelde hierbij ook een belangrijke rol. De toename van hypothecair krediet is een belangrijke oorzaak van de groei van de binnenlandse bankensector, van een balanstotaal van ongeveer 185% van het bbp in 1990 naar 375% in 2012. Dit contrasteert met de omvang van bedrijfsleningen, die niet is gegroeid ten opzichte van het bbp.⁴⁰ Banken financierden de hypotheekverlening voornamelijk via obligaties. In Nederland is naar verhouding ongeveer evenveel spaargeld van huishoudens beschikbaar als in andere landen, maar de totale hypotheekschuld ligt veel hoger.⁴¹ De Nederlandse zogenaamde 'funding gap' is dus van eigen makelij.

Kredietverstrekking en geldcreatie

Via kredietverlening door private banken vindt geldschepping plaats. Als een bank een lening verstrekt, wordt het banktegoed van de kredietnemer verhoogd in ruil voor toekomstige betalingen van rente en aflossing. Door de verhoging van het banktegoed neemt de geldhoeveelheid toe.⁴² Door de verstrekking van hypotheekleningen wordt geld gecreëerd.

Hypotheekschuld, bankfinanciering en geldhoeveelheid



Bronnen: woninghypotheken en deposito's van CPB; M3 en obligaties van DNB; externe securitisaties berekend op basis van data van DNB.

De grafiek laat zien dat in Nederland de stijging van de uitstaande hypotheekschulden gepaard ging met een even grote stijging van uitstaande bankobligaties en externe securitisaties. Door uitgifte van nieuwe bankobligaties daalt de geldhoeveelheid weer, de banktegoeden van beleggers nemen namelijk af met het bedrag waarvoor ze de bankobligaties kopen. De hoge kredietverstrekking aan huishoudens had daarom per saldo niet een groot effect op de geldhoeveelheid die banken in omloop brachten, aangeduid met M3. Dit is goed te zien aan de ontwikkelingen in de periode 1992-2000, waarin banktegoeden van huishoudens en de totale geldhoeveelheid ongeveer constant blijven ten opzichte van het bbp, terwijl de hypotheekschuld verdubbelt ten opzichte van het bbp. Het verschil tussen de deposito's van huishoudens en de totale geldhoeveelheid wordt verklaard door deposito's van bedrijven en andere financiële instellingen.

Op het eerste gezicht lijkt het dat de kredietverlening van een bank alleen wordt beperkt door de vraag naar kredieten met een gezond risico-rendementsprofiel en niet door de hoeveelheid beschikbaar spaargeld. Bij het verstrekken van een lening creëert een bank immers zelf nieuwe deposito's. Een deel van die deposito's zal echter wegstromen naar andere banken, omdat de kredietnemers er betalingen mee doen en het geld gaat circuleren. Hierdoor ontstaan interbancaire claims. Banken met een tekort kunnen proberen om financiering uit andere bronnen aan te trekken. Daarbij zoeken banken doorgaans een balans tussen goedkope kortlopende financiering, zoals leningen van andere banken,

en duurdere langlopende financiering, zoals bankobligaties. Deze financieringsmogelijkheden kunnen dus indirect wel een invloed hebben op de kredietverlening.

Onder bepaalde omstandigheden kan een hervorming van het geldstelsel, waardoor private banken zelf geen banktegoeden meer kunnen creëren, de groei van de kredietverlening beperken. Banken moeten in zo'n alternatief stelsel eerst nieuwe aandelen of obligaties uitgeven voordat de kredietverlening kan toenemen. In het huidige stelsel kan een bank ook eerst kredieten verstrekken en daarmee nieuwe deposito's creëren, om vervolgens bankobligaties uit te geven ter vervanging van deposito's die wegstromen. De volgorde van bankfinanciering en kredietverlening hoeft in de praktijk echter geen groot verschil te maken. Uiteindelijk worden de mogelijkheden om bankobligaties uit te geven vooral bepaald door de bereidheid van beleggers om deze obligaties te kopen. Voor de crisis was die bereidheid groot, zodat een alternatief geldstelsel de explosieve groei van de hypotheekverstrekking in Nederland moeilijk had kunnen voorkomen.

Door de hoge financieringsbehoefte van banken is de Nederlandse kredietverlening kwetsbaar voor schokken in de kapitaalmarkt. De Autoriteit Consument en Markt (ACM) signaleert dat hypotheekmarges na een tijdelijke daling in 2010 weer aanzienlijk hoger liggen dan voor de crisis en wijt dit aan capaciteitsrestricties vanwege lage kapitaalratio's en afgenomen concurrentie.⁴³ Volgens de ACM komt dit laatste vooral doordat buitenlandse toetreders (BNP Paribas, Argenta) de Nederlandse hypotheekverstrekking financierden via securitisaties, waarvan de kosten zijn gestegen. UvA-onderzoekers wijzen daarnaast op de prijsleiderschapsverboden van de Europese Commissie.⁴⁴ Onderzoekers van De Nederlandsche Bank (DNB) concluderen dat marges zijn gestegen, maar ook dat Nederlandse banken sinds de crisis met substantieel hogere financieringskosten worden geconfronteerd dan buitenlandse banken.⁴⁵ Nederlandse banken zijn namelijk sterker aangewezen op langlopende marktfinanciering, waarvan de kosten hoger zijn, en bieden daarom ook hogere rentes op spaartegoeden. In de nieuwe toezichtseisen voor banken wordt het gebruik van stabiele financieringsbronnen als obligaties en spaargeld ook afgedwongen, via de zogeheten *Net Stable Funding Ratio* (NSFR).

De huidige ongunstige marktomstandigheden en nieuwe regelgeving hebben daarom een relatief grote invloed op de hypotheekrentes van Nederlandse banken vanwege het belang van marktfinanciering. Ook buitenlandse aanbieders waren sterk afhankelijk van specifieke vormen van marktfinanciering. Dit heeft de doorwerking van marktschokken verder versterkt. Het gevolg is dat de kredietverlening in Nederland nu sterker onder druk staat dan in landen om ons heen. De hoge hypotheekschulden belemmeren op die manier ook de kredietverlening aan bedrijven. Vanuit stabiliteitsoogpunt is het overigens begrijpelijk als Nederlandse banken via hogere rentetarieven de hypotheekverstrekking beperken, om zo de concentratie van woninghypotheken op hun balans te verminderen. Tegelijk vormen de marges op hypotheeken een belangrijke inkomstenbron voor banken, zeker nu banken worden geconfronteerd met grote verliezen op kredieten aan het midden- en kleinbedrijf. Dat maakt een snelle verkleining van de hypotheekportefeuille minder aantrekkelijk. Extra aflossingen worden aantrekkelijk voor de consument door het verschil tussen de rente op spaargelden en de nog relatief hoge hypotheekrente.

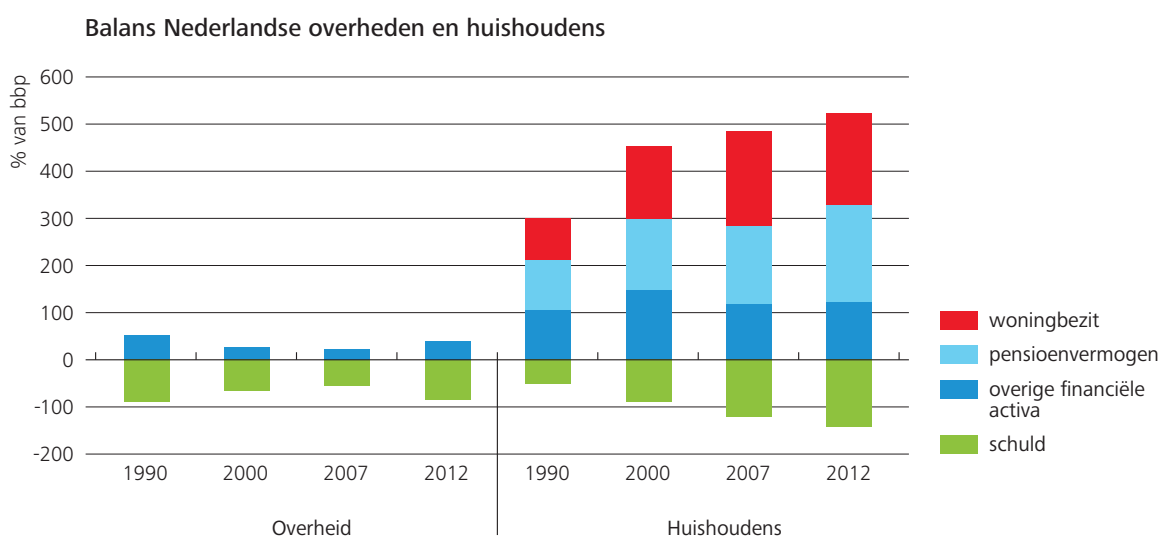
Publieke schuld neemt toe vanaf 2008

Sinds de financiële crisis is de Nederlandse staatsschuld snel opgelopen en gaat veel aandacht uit naar het terugdringen van het overheidstekort. In eerste instantie liep de staatsschuld vooral op vanwege steun aan de financiële sector, maar na 2008 is een deel van die steun terugbetaald. Per saldo wordt de stijging vooral veroorzaakt door de daling van het bbp, lagere belastinginkomsten en hogere uitgaven voor sociale zekerheid. In de periode 2007-2012 bedroeg de toename van de staatsschuld ongeveer 25% van het bbp. Dat is groot, maar historisch gezien niet uitzonderlijk.⁴⁶

Publieke schuld heeft een ander karakter dan private schuld, omdat publieke schuld kan worden overgedragen op volgende generaties. De schuld kan in stand blijven om investeringen mogelijk te maken die ook aan volgende generaties ten goede komen, bijvoorbeeld in onderwijs of infrastructuur. Het niveau van de overheidsschuld moet dan ook op basis van andere criteria worden beoordeeld dan het niveau van schulden van huishoudens. Toch is het zinvol om de ontwikkeling van private en publieke schulden in samenhang te analyseren, omdat er een uitruil of wisselwerking kan bestaan.

Onderstaande grafiek laat zien hoe de totale schulden en vermogens – de financiële voorraden – zich in Nederland hebben ontwikkeld sinds 1990. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de totale overheid (publieke sector, inclusief lagere overheden) en huishoudens (private sector). Overheid en huishoudens samen geven een beeld van de totale nationale schulden en vermogens.⁴⁷ Gegevens van Eurostat of CBS per eind 2013 zijn nog niet beschikbaar.

De grafiek laat zien dat de publieke schuld in de jaren '90 is gedaald en vervolgens weer is toegenomen, vooral sinds 2008. De financiële activa laten een omgekeerd patroon zien: een daling in de jaren '90 vanwege privatisering van staatsbedrijven en vervolgens weer stijging, met name vanwege de privatisering van financiële instellingen. Het netto financiële vermogen van de overheid daalde in de periode 2000-2012 slechts met 7 procentpunt bbp, van -35% naar -42%. Dit relateert dus de stijging van de staatsschuld. Van de overige overheidsbezittingen, zoals grond en gebouwen, zijn geen volledige gegevens beschikbaar.



Bron: financiële activa en passiva uit Eurostat, woningbezit van CBS Statline en CPB.

Private schulden blijven stijgen, net als de private vermogens

De schulden van huishoudens zijn over de hele periode gestegen, van ongeveer 50% naar 140% van het bbp. Dat is vooral het gevolg van de sterk oplopende hypotheekschulden. Daar staat een nog grotere stijging van de vermogens van huishoudens tegenover. Zelfs in de periode 2000-2012 is het netto vermogen nog licht toegenomen, ondanks de crisis. Per saldo zijn alle Nederlandse huishoudens samen zeer vermogend. Wel zijn de schulden en vermogens van huishoudens scheef verdeeld. In het volgende hoofdstuk zal nader worden ingegaan op deze verdeling.

De samenstelling van het totale vermogen laat tegengestelde ontwikkelingen zien. Het pensioenvermogen (inclusief levensverzekeringen) is sinds 1990 verdubbeld. Dit weerspiegelt met name de waardeverhoging van bestaande pensioenaanspraken, veroorzaakt door de daling van de rente over de hele periode.⁴⁸ Het vermogen opgebouwd bij verzekeraars voor aflossing van hypotheekschulden is relatief klein, in 2012 bedroeg dit nog geen 6% van het bbp.⁴⁹ De waarde van het eigen woningbezit is meer dan verdubbeld, vooral vanwege de snelle stijging van huizenprijzen eind jaren '90. De overige financiële activa van huishoudens bestaan uit spaargeld, beleggingen en ondernemingsvermogen. De waarde hiervan is eerst toegenomen en daarna weer gedaald, ook in absolute bedragen. Dat komt deels doordat aandelenbeleggingen fors in waarde daalden na het barsten van de dotcom-bubbel in 2001. Deels wordt de daling ook veroorzaakt doordat huishoudens sinds 2000 per saldo meer uitgaven dan zij verdienden.

De grafiek bevestigt dat op geaggregeerd niveau huishoudens al meer dan 10 jaar interen op hun vermogen. In de periode 2000-2012 is de overwaarde van woningen (woningbezit min hypotheekschuld) afgenomen van 63% naar 54% van het bbp. De vermogenstoename sinds 2000 wordt vrijwel geheel veroorzaakt doordat pensioentoezeggingen meer waard zijn geworden als gevolg van de lagere rente en hogere levensverwachting. Als de rente stijgt, zullen de pensioenvermogens van huishoudens weer dalen.

De balans van huishoudens geeft geen compleet beeld van de waarde van de Nederlandse woningvoorraad omdat zo'n 30% van alle woningen eigendom zijn van woningcorporaties. In de meeste andere landen is dat percentage veel lager. Onderstaande box bespreekt de waardering van dit vermogen.

Het verborgen vermogen van de woningcorporaties

In 2012 bedroeg het gerapporteerde balanstotaal van alle corporaties samen €120 miljard,⁵⁰ ofwel ongeveer 20% van het bbp. Hierbij zijn woningen gewaardeerd op basis van hun volkshuisvestelijke exploitatiewaarde, dat is de netto contante waarde van toekomstige huuropbrengsten minus de kosten voor exploitatie en onderhoud.

De marktwaarde van de corporatiewoningen ligt veel hoger, ook in verhuurde staat.⁵¹ Volgens het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) bedroeg in 2012 het balanstotaal op marktwaarde €240 miljard en het eigen vermogen van corporaties €137 miljard, respectievelijk 40% en 23% van het bbp.⁵² Het verschil in waarderingmethoden leidt tot grote winsten bij verkoop van sociale huurwoningen, zo'n 15.000 per jaar, van ruim €1 miljard per jaar.⁵³

Huishoudens zijn nog niet aan het ontschulden

Veel huishoudens hebben nu te maken met een hoge schuldenlast en onzekerheid door de afgenomen waarde van de eigen woning. Het vermogenseffect van een huizenprijsschok heeft gevolgen voor de bestedingen. Door een daling van de huizenprijs neemt de leencapaciteit van een verkoper af, terwijl de leencapaciteit van een koper niet toeneemt. De leencapaciteit wordt alleen beïnvloed door vormen van vermogen die als onderpand dienen en niet voor andere vormen, zoals aandelenbeleggingen. Uit verschillende empirische studies blijkt dat het onderpand-effect een belangrijke rol speelt bij de doorwerking van vermogensschokken op consumptie. Empirische schattingen over hoe groot die gevolgen zijn, lopen echter sterk uiteen.⁵⁴ Bovendien gebruiken veel studies data over de VS of het VK die niet 1-op-1 naar de Nederlandse situatie kunnen worden vertaald.

De korting op bestaande pensioenrechten heeft ook veel onzekerheid teweeggebracht. Veel deelnemers gingen er vanuit dat de hoogte van hun pensioen gegarandeerd was. Voor de schulden crisis bestond bovendien de hardnekkige mythe dat het pensioen 70% van het laatstverdiende loon zou bedragen, terwijl de meeste regelingen daar sinds de aanpassingen begin jaren 2000 niet meer in voorzien. De boodschap dat pensioenen onzekerder en lager zijn dan veel mensen denken, veroorzaakte een groot verlies aan vertrouwen, ondanks de in internationaal en historisch perspectief enorme omvang van de Nederlandse pensioenvermogens.

De totale individuele besparingen van Nederlandse huishoudens zijn op dit moment nog steeds negatief. Een balansrecessie waarbij huishoudens prioriteit geven aan het aflossen van hun schulden en zo de economie doen krimpen dreigt, maar is nog niet opgetreden. Het is natuurlijk niet verrassend dat huishoudens die er in inkomsten op achteruit gaan, hun financiële buffers aanspreken. Waarschijnlijk blijft de besteding van vrijgekomen overwaarde bij woningverkoop ook een rol spelen. Het gaat daarbij voornamelijk om woningen van ouderen waarvan de hypotheek grotendeels is afgelost. Als ouderen naar een huurwoning verhuizen of erfgenamen de woning verkopen en een deel van de overwaarde wordt gebruikt voor consumptie, verminderen deze uitgaven de vrije besparingen en het netto vermogen van huishoudens.⁵⁵ Het is ook mogelijk dat het vrijkomend vermogen uit woningen wel wordt gespaard, maar dat tegelijk andere huishoudens interen op hun financiële buffers en dat dit laatste effect domineert.

De consumptieve bestedingen worden dus nog niet gedrukt door schuldafbouw. Extra aflossingen op hypotheeklen worden nu vooral gedaan door huishoudens met toch al relatief lage hypotheeklen die spaargeld over hebben, dat nu minder oplevert dan de netto hypotheekrente. In de eerste drie kwartalen van 2013 ging het om bijna €7 miljard.⁵⁶ De stijging van de hypotheekschuld wordt daardoor geremd, maar als dit arbitrage-effect is afgelopen, zal de hypotheekschuld waarschijnlijk weer verder stijgen door cohort-effecten, het feit dat jongere leeftijdsgroepen de plaats innemen van ouderen. Nieuwe hypotheeklen van starters op de woningmarkt zijn namelijk meestal hoger dan de resterende schulden van uitstromers. Extra aflossingen van huishoudens met onderwaarde zijn beperkt, omdat deze huishoudens doorgaans weinig vrij beschikbaar financieel vermogen hebben. Door de extra aflossing van schulden verbetert in theorie de balans van banken, maar omdat de extra aflossingen grotendeels worden gedaan met spaargeld, neemt het financieringsgat nauwelijks af.

Rentestijging bedreigt de Nederlandse economie

Nederland is relatief hard geraakt door de crisis omdat de economie uit balans was geraakt. In de jaren '90 ontstond een onhoudbare spiraal van soepeler hypotheekverstrekking en stijgende hui-

zenprijzen. Bovendien hebben de bankensector en pensioensector de conjunctuur versterkt en Nederland gevoelig gemaakt voor schokken op financiële markten. De oorzaak van deze ontwikkelingen moet niet alleen worden gezocht in de financiële sector, maar ook in de samenleving die blijk gaf van een sterke gehechtheid aan consumptiegroei, ook bij achterblijvende koopkracht. Waarschuwingen over het niet-duurzame karakter van deze ontwikkeling werden genegeerd.

Het lijkt alsof we het ergste nu hebben gehad. De nationale hypotheekschuld is weliswaar erg hoog, maar het aantal wanbetalingen is beperkt gebleven. Sinds begin 2013 is het consumentenvertrouwen weer sterk gestegen en in het laatste kwartaal van 2013 groeide het bbp weer. In delen van het land stijgen de huizenprijzen en het overheidstekort ligt weer onder de 3% van het bbp. De Europese Commissie heeft voorgesteld om Nederland uit de 'excessieve tekort procedure' te halen.⁵⁷

Toch is het gevaar van een balansrecessie nog niet geweken. Zo vormt stijging van de hypotheekrente een aanzienlijk risico voor de Nederlandse economie. Van de uitstaande woninghypotheken heeft ongeveer de helft een resterende rentevaste periode van 4 jaar of minder.⁵⁸ Ter vergelijking, de gemiddelde looptijd van nieuw uitgegeven staatsobligaties is ongeveer 7 jaar en veranderingen in de rente werken dus geleidelijk door in de rentelasten op de staatsschuld.⁵⁹ De overheid betaalt meer aan hypotheekrente van woningbezitters via de hypotheekrenteaftrek dan aan rente op staatsobligaties. In 2012 bedroeg de rente op de staatsschuld €9,2 mrd⁶⁰ en het belastingvoordeel van renteaftrek ongeveer €13 miljard (ruim 40% van de bruto rentelasten van €32 miljard).⁶¹ De hoge hypotheekschulden vormen dus een financieel risico voor zowel huishoudens als de overheid.

Bij een rentestijging kunnen de huizenprijzen opnieuw gaan dalen, omdat kopers minder hypotheek kunnen krijgen bij dezelfde maandlasten, en daalt tevens de huidige waarde van toekomstige pensioenrechten. Dit laatste effect is het grootst voor jongeren, omdat hun pensioenuitkeringen verder in de toekomst liggen en de waarde van hun pensioenrechten daardoor sterker afhangt van de rentestand. Bij een rentestijging neemt het onderwaardeprobleem dus toe, terwijl de mogelijkheden voor eventuele schuldaflossing uit opgebouwde pensioenrechten afnemen. Dit vormt vooral een probleem voor jongere huiseigenaren.

Huidige aanpak schiet te kort ...

... als het gaat om de aanpak van het acute schuldenprobleem

Om snellere aflossing van private schulden mogelijk te maken, hebben huishoudens meer financiële ruimte nodig. De belangrijkste maatregel die hiervoor is genomen is de verlaging van pensioenopbouw en pensioenpremies. Daar tegenover staan de negatieve gevolgen voor de koopkracht van publieke bezuinigingen, de loonmatiging en de verschuiving in belastingdruk van bedrijfswinsten naar arbeidsinkomen.

Voor een uitweg uit de maatschappelijke crisis is bovendien meer nodig dan verhoging van beschikbare inkomens. In de aanloop naar de crisis waren de beschikbare inkomens van de meeste huishoudens voldoende om in een hoog welvaartsniveau te voorzien. Toch bleven de inkomens achter bij de consumptiebehoefte. Als de focus op consumptiegroei onverminderd groot blijft en schuldaflossing niet wordt gestimuleerd, is de kans groot dat extra bestedingscapaciteit van huishoudens zal worden aangewend om extra te consumeren in plaats van om schulden af te lossen. De kwetsbaarheden verminderen dan niet.

... als het gaat om de aanpak van het structurele schuldenprobleem

Er is meer aandacht geweest voor verkleining van de kans dat de schuldenlast in de toekomst opnieuw uit de pan rijst. De belangrijkste maatregel is dat starters alleen nog renteaftrek krijgen voor een annuïtaire hypotheek en daardoor in de praktijk geen nieuwe aflossingsvrije hypotheeken meer worden verstrekt. Bovendien staat de AFM het meetellen van het tweede inkomen nog maar voor een deel toe.

In het toezicht op banken worden contracyclische kapitaalbuffers ingevoerd om een gelijkmatiger kredietgroei te bevorderen. Daarnaast worden de algemene kapitaaleisen verhoogd en bij een dreigend faillissement van een individuele bank zullen ook obligatiehouders kunnen worden gedwongen om verliezen te nemen (*bail in*). Banken kunnen daardoor grotere verliezen absorberen en zullen de mogelijkheid van uitzonderlijke verliezen dan ook zwaarder meewegen in hun beleid.

Het is echter twijfelachtig of de maatregelen voldoende zijn en in de toekomst de normen niet weer zullen worden versoepeld. Het advies van de Commissie Structuur Nederlandse Banken om maximale *loan-to-value* ratio's geleidelijk te verlagen richting 80%, onlangs nog eens herhaald door de OESO, is niet opgevolgd.⁶² Op dit moment wordt het maximum stapsgewijs verlaagd naar 100% in 2018. Er zijn geen afspraken gemaakt over verdere verlaging na 2018. DNB heeft in 2013 aanwijzingsbevoegdheid gevraagd voor het vaststellen van het maximum,⁶³ maar heeft die bevoegdheid vooralsnog niet gekregen. Het gevaar dat tijdige waarschuwingen van de toezichthouder worden genegeerd blijft daarmee bestaan. Door de hypotheekrenteaftrek voor bestaande gevallen in stand te houden, wordt geen prikkel gegeven om aflossingsvrije hypotheeken alsnog geleidelijk af te lossen.

In het pensioenstelsel dreigen de problemen opnieuw vooruit te worden geschoven. In de aanloop naar de dotcom-crisis had de combinatie van een grote pensioensector en onvoorzichtig premiebeleid Nederland kwetsbaar gemaakt voor schokken op financiële markten. De geschiedenis lijkt zich nu te gaan herhalen doordat de uitkering als zeker wordt gepresenteerd terwijl de pensioenpremies worden vastgesteld op basis van rendementen die hoger zijn dan de risicovrije rente. In de woorden van AFM en DNB: "Of deze rendementsverwachting wordt gerealiseerd is echter onzeker, waardoor de uitkering die de deelnemer kan verwachten onder druk komt te staan. AFM en DNB kunnen dit niet rijmen met het karakter van het belangrijkste pensioencontract in het huidige stelsel, dat nog steeds wordt gekenmerkt als een uitkeringsovereenkomst."⁶⁴

Tenslotte is ook meer nodig om de kloof tussen nationale besparingen en productieve investeringen tegen te gaan. Een belangrijk onderdeel van de huidige aanpak is de oprichting van een Nationale Investeringsinstelling (NII). De insteek van de NII is "*investeringsbelemmeringen wegnemen bij projecten die weliswaar rendabel zijn, maar vanwege beperkte omvang of onvoldoende transparante risico's en rendementen als belegging minder geschikt voor institutionele beleggers*."⁶⁵ Door achtergestelde leningen voor het mkb, investeringen in duurzame energie en woningbouw en andere financieringen te structureren, faciliteert de NII investeringen van grote pensioenfondsen en verzekeraars in de Nederlandse economie. Dit is een welkom initiatief, maar de NII kent haar beperkingen. Zo blijft het lastig om de kloof te overbruggen tussen relatief kleine financieringen en de door institutionele beleggers gewenste schaalgrootte. Decentrale energieopwekking vraagt bijvoorbeeld om een groot aantal kleinschalige investeringen, waarvoor vermogens op een andere manier moeten worden gemobiliseerd.

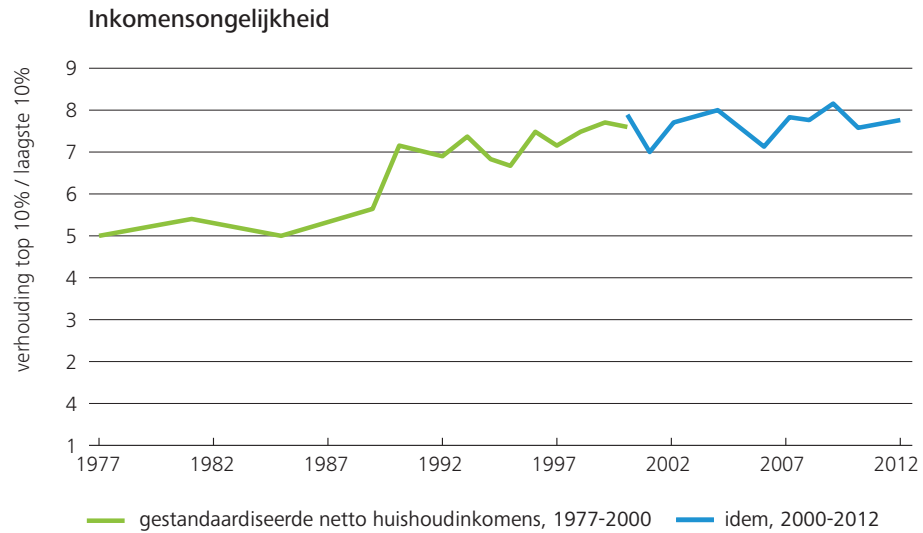
3. DE FINANCIËLE VERDELING: HET SOCIALE TEKORT VAN NEDERLAND

Het vorige hoofdstuk liet zien dat Nederland als geheel een vermogend land is. De schulden en vermogens van huishoudens zijn echter scheef verdeeld.⁶⁶ Dit hoofdstuk kijkt naar de verdeling van inkomens, vermogens en de gevolgen daarvan voor ons welzijn. Dat Nederland een schuldenprobleem kent komt door de scheve verdeling van de schulden en vermogens. Via de huizenmarkt en pensioenen heeft een enorme overdracht van vermogens plaatsgevonden van jong naar oud. De hoge private schuldenlast concentreert zich bij jongere huiseigenaren die relatief weinig pensioenrechten hebben opgebouwd en weinig ander vermogen bezitten. Deze schulden belemmeren de mobiliteit op de arbeidsmarkt en daarmee de productiviteitsontwikkeling, ze drukken de bestedingen. Het eenzijdig bij één groep neerleggen van de kosten van de crisis tast het sociaal kapitaal aan, de sociale harmonie die juist ten grondslag ligt aan het economisch succes van Nederland. Grote inkomens- en vermogensverschillen tasten het sociaal vertrouwen en welzijn aan en vormen een gevaar voor de financiële stabiliteit.

Inkomensongelijkheid is gemiddeld, maar stijgende

In internationaal perspectief is de inkomensongelijkheid in Nederland gemiddeld. De inkomensongelijkheid is hoger dan in Scandinavische landen maar lager dan in Angelsaksische landen.⁶⁷ Onderstaande grafiek laat zien dat de inkomensongelijkheid in Nederland eind jaren '80 fors groter werd, als gevolg van de verlaging van uitkeringen en minimumlonen. In de jaren '90 en '00 is vooral het inkomen van de 10% minstverdienende huishoudens relatief verder afgenomen, het reële inkomen van deze groep ligt nu 30% onder het niveau van eind jaren '70. Het inkomen van de 10% meest verdienende huishoudens is nu gemiddeld bijna 8 keer zoveel als dat van de laagste 10%. De laagste 10% bestaat daarbij voor een kwart uit huishoudens met voornamelijk arbeidsinkomen en een kwart uit gepensioneerden. Studenten of verlieslijdende zelfstandige ondernemers maken maar een klein deel uit van deze groep.

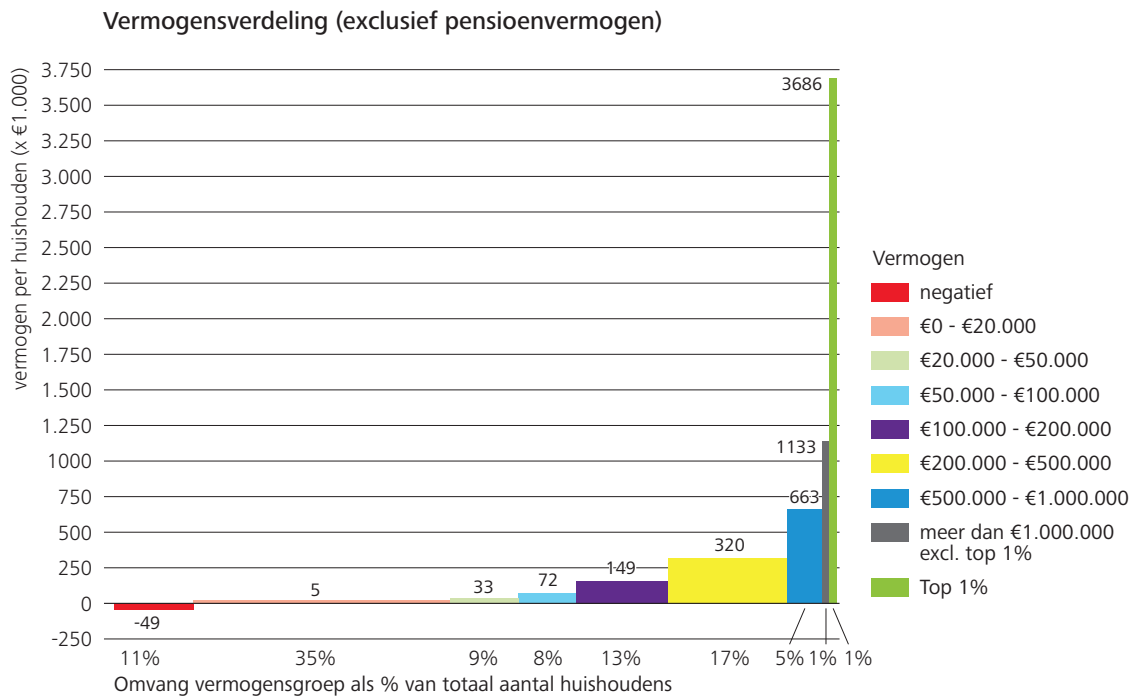
De inkomensongelijkheid in Nederland is groter dan deze cijfers laten zien. CBS-cijfers over inkomens van huishoudens nemen namelijk niet alle inkomsten uit vermogen mee. Koerswinsten op beleggingen en vermogenswinsten bij de verkoop van beleggingen of deelnemingen worden buiten beschouwing gelaten. Alleen rentebetalingen en dividenduitkeringen worden meegeteld, maar om fiscale redenen worden winsten van privé-bedrijven vaak niet uitgekeerd.⁶⁸ Als deze wel worden uitgekeerd, registreert het CBS maximaal een miljoen euro per huishouden aan inkomen uit aanmerkelijk belang,⁶⁹ waardoor mogelijk zo'n €2 miljard per jaar buiten beeld blijft.⁷⁰ Het totale inkomen uit vermogen wordt hierdoor onderschat.



Bron: Salverda et al. (2013),⁷¹ op basis van data van CBS. De data bevatten een reeksbreuk in 2000.

Vermogensongelijkheid lijkt groot

De Nederlandse vermogensongelijkheid lijkt internationaal gezien groot. Onderstaande grafiek geeft de vermogensverdeling weer op basis van data van het CBS per 1 januari 2012. Pensioenvermogens en levensverzekeringen worden hierin buiten beschouwing gelaten, voornamelijk wegens gebrek aan data.⁷² De 1% rijkste huishoudens heeft gemiddeld een netto vermogen van €3-4 mln. De top 1% bezit daarmee meer vermogen dan de 80% minst vermogens huishoudens samen.



Bron: CBS Statline, Inkomens en bestedingen, Samenstelling vermogen; huishoudens, per 1 januari 2012; de Volkskrant.⁷⁴

De verdeling is echter niet alleen scheef aan de top. Voor de rijkste 1% komen in de grafiek nog drie groepen van huishoudens met een vermogen van €200.000 of meer. De rijkste vier groepen, samen ongeveer 23% van alle huishoudens, bezitten zo'n 85% van het totale vermogen. Aan de linkerkant van de verdeling heeft ongeveer een derde van de Nederlandse huishoudens een beperkt netto vermogen, tussen de €0 en €20.000. Dit zijn vrijwel allemaal huurders, doorgaans met een relatief laag inkomen. De omvang van deze groep is stabiel. Tenslotte bestaat er een groeiende groep met een negatief vermogen, eind 2012 ging het om 11% van alle huishoudens. Dit zijn vrijwel allemaal huiseigenaren, deels met hogere inkomens. Gemiddeld hadden zij een negatief vermogen van ongeveer €50.000.⁷³

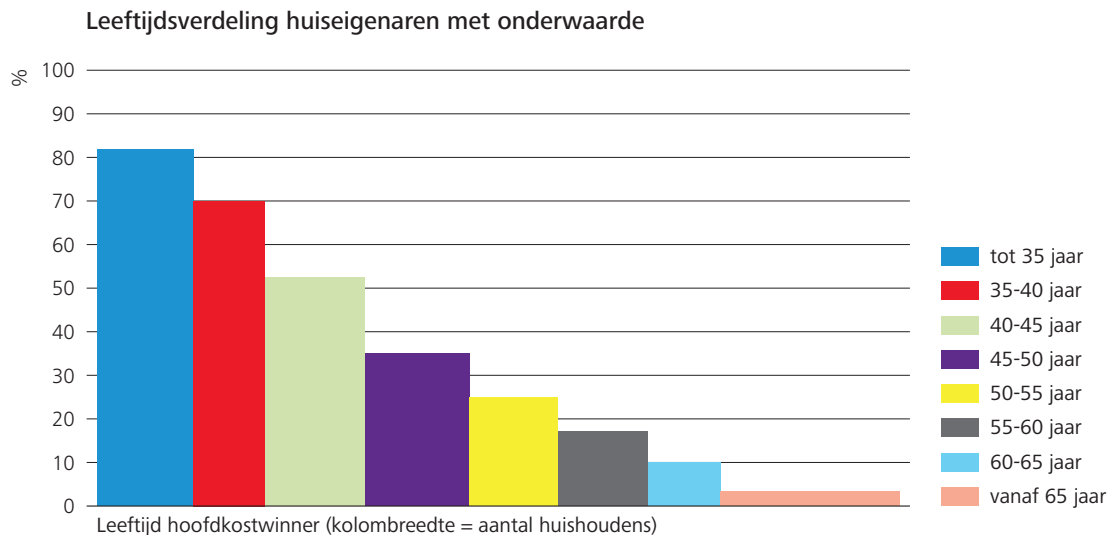
Gegevens over de verdeling van Nederlandse pensioenvermogens zijn niet beschikbaar. De totale pensioenvermogens, inclusief individuele levensverzekeringen, bedragen in 2012 ongeveer 40% van de bruto vermogens van huishoudens (eigen woning en financiële activa). Als het pensioenvermogen wordt meegerekend, wordt de groep met geen of negatief netto vermogen kleiner en neemt het aandeel van de top 1% meest vermogende huishoudens af. De vermogensverdeling blijft echter ongelijk. Ook de pensioenvermogens zijn namelijk scheef verdeeld, omdat (ex-) werknemers rond de pensioenleeftijd met een hoog inkomen ook degenen zijn, die de grootste vermogens bezitten.⁷⁵

De totale verdeling wordt slechts beperkt beïnvloed door vermogens van ondernemers die geen oudedagsvoorziening hebben opgebouwd bij een pensioenfonds, maar in de vorm ondernemingsvermogen. Van de 740.000 huishoudens die de top 10% vormt, heeft het grootste deel ook pensioenvermogen. Bijna 98% van alle ondernemingsvermogen is namelijk in handen van een kleine groep van ongeveer 60.000 huishoudens. Individuele opbouw van aanvullende pensioenen, in plaats van of naast collectieve pensioenregelingen, vindt ook plaats in de vorm van levensverzekeringen.

De verdeling van vermogens (exclusief pensioenen) is in Nederland schever dan in Angelsaksische landen als het VK en Canada⁷⁶ Waarschijnlijk worden de vermogens van de allerrijksten ook nog aanzienlijk onderschat omdat een groot deel van deze vermogens via belastingparadijzen aan het zicht wordt onttrokken. Dit leidt tot een onderschatting van de vermogensongelijkheid, zowel voor Nederland als voor andere landen.

Geen goed beeld ontwikkeling vermogensongelijkheid door de tijd

De data van het CBS zijn beschikbaar vanaf 2006 en suggereren dat de totale vermogensongelijkheid in de periode 2006-2012 weinig is veranderd. Het is echter zeer de vraag of dit beeld klopt. De netto schulden van de groep met negatieve vermogens zijn ruwweg gelijk aan de onderwaarde op de eigen woning. De totale netto schulden van alle huishoudens in deze groep bedragen volgens de CBS-cijfers zowel in 2006 als in 2012 ongeveer €43 miljard. De omvang van deze groep is echter gegroeid van 6% naar 11% van alle huishoudens en de huizenprijzen zijn per saldo gedaald. Het is daarom aannemelijk dat de totale netto schulden van alle huishoudens in de onderste vermogensgroep zijn gestegen en de totale vermogensongelijkheid meer is toegenomen dan de cijfers van het CBS weergeven.



Bron: CBS Statline, Bouwen en wonen, Financieel risico hypotheekschuld, per 1 januari 2013.

De combinatie van een relatief lage inkomensongelijkheid en grote vermogensongelijkheid wordt deels verklaard door de uitgebreide sociale voorzieningen en betaalbaar onderwijs van goede kwaliteit in Nederland. Dit maakt dat huishoudens minder sparen uit voorzorg tegen inkomensverlies door werkloosheid en ziekte, voor aanvullend pensioen bovenop collectieve regelingen of voor onderwijs van hun kinderen. Deze sociale voorzieningen worden grotendeels betaald uit heffingen op inkomen en consumptie, waardoor weliswaar de inkomensongelijkheid wordt beperkt, maar de accumulatie van grote vermogens aan de top niet wordt tegengegaan.⁷⁷

Vermogensoverdracht van jong naar oud via de huizenmarkt

In Nederland is de vermogensongelijkheid deels ook het gevolg van ontwikkelingen op de huizenmarkt. Een groot deel van de vermogens van huishoudens bestaat immers uit woningbezit en een groot deel van de schulden uit hypotheekschulden. Van de meest vermogende huishoudens heeft alleen de top 2% voornamelijk financieel vermogen.

Een stijging of daling van de huizenprijs heeft tegengestelde effecten op verschillende groepen huishoudens. De ontwikkeling van de huizenmarkt is in het algemeen gunstig geweest voor oudere huishoudens en ongunstig voor jongere huishoudens.⁷⁸ Huishoudens die voor de snelle stijging van de huizenprijs eind jaren '90 een huis kochten, hebben de waarde van hun eigen woning sterk zien toenemen. De waarde van de totale woningvoorraad steeg van 1996 tot 2001 met ongeveer €450 miljard, een verdubbeling.

Huishoudens die daarna toetraden op de woningmarkt of doorstroomden naar een ander woonhuis, moesten daarvoor hogere hypotheekschulden aangaan. Dat was mogelijk door soepelere hypotheekverstrekking en minder aflossing of vermogensopbouw gekoppeld aan de hypotheek. In de periode 1996-2001 bedraagt de stijging van de totale hypotheekschuld circa €175 miljard. Dat is minder dan de waardestijging van de woningvoorraad, omdat elk jaar maar een deel van alle huizen wisselt van eigenaar. De stijging van de hypotheekschuld blijft echter lang doorgaan, omdat eigenaren die de prijsstijging hebben meegemaakt hun huis doorgaans verkopen aan anderen die minder vermogen hebben opgebouwd. In de periode 2001-2011 stijgt de hypotheekschuld nog eens met €335 miljard.

De stijging van de huizenprijs eind jaren '90 zorgde dus dat het vermogen van bestaande huiseigenaren met honderden miljarden groeide, terwijl starters zich voor honderden miljarden in de schulden moesten steken.

Het gevolg is dat onderwaarde vooral voorkomt bij huiseigenaren tot 45 jaar. Omdat kopers vaak bijkomende kosten meefinancieren in de hypotheek, is het logisch dat veel recent afgesloten hypotheeklen onder water staan. Door de prijsdaling is het totale aandeel van huiseigenaren met onderwaarde gestegen van 13% in 2007 naar 34% in 2013. Medio 2013 bedroeg de totale onderwaarde van alle huishoudens samen ongeveer €65 miljard.⁷⁹

Vermogensoverdracht van jong naar oud via pensioenfondsen

Net als in de huizenmarkt heeft in pensioenfondsen vermogensoverdracht plaatsgevonden van jong naar oud.⁸⁰ Dat vereist wat toelichting over het Nederlandse pensioenstelsel. De eerste pijler van het Nederlandse pensioenstelsel bestaat uit de AOW, een basisuitkering voor (bijna) alle gepensioneerden die wordt gefinancierd via een omslagstelsel. De huidige uitkeringen worden daarbij betaald uit de huidige sociale premies van mensen die de pensioenleeftijd nog niet hebben bereikt. De tweede pijler bestaat uit verplichte aanvullende pensioenopbouw voor werknemers en is kapitaalgedekt. De huidige premies van werknemers worden grotendeels belegd door pensioenfondsen om daar toekomstige pensioenuitkeringen mee te betalen. De derde pijler is kleiner en bestaat uit individuele levensverzekeringen.

Hoewel de aanvullende pensioenopbouw via pensioenfondsen kapitaalgedekt is, bevat deze ook een omslagelement.⁸¹ Door de verdeling van mee- en tegenvallers ontstaat namelijk vermogensoverdracht tussen generaties. Een deel van de pensioenopbouw van oudere werknemers wordt betaald door jongere werknemers binnen hetzelfde fonds. Werknemers helemaal aan de onderkant van de arbeidsmarkt die het minimumloon verdienen blijven hier overigens buiten. Zij bouwen nauwelijks aanvullend pensioen op en betalen weinig of geen premie.

De herverdeling van jong naar oud wordt voornamelijk veroorzaakt door aanpassingen in de pensioenregelingen. De kosten van de gestegen levensverwachting en van de vermogensschokken sinds de eeuwwisseling zijn voornamelijk voor rekening gekomen van werknemers en werkgevers. Na de dotcom-crisis zijn in 2002 de premies fors verhoogd en vond in 2004 een massale overschakeling plaats van eindloonregelingen naar middelloonregelingen. Na de schuldencrisis bleef de premiestijging beperkt maar sinds 2011 is de pensioenopbouw van veel werkenden fors verlaagd.⁸² Gepensioneerden hebben ook een deel van de schok opgevangen via misgelopen indexatie, maar de meeste fondsen hebben de bestaande pensioenaanspraken nauwelijks aangepast.

In de jaren '90 was de vermogensoverdracht andersom. Fondsen verleenden toen premiekortingen en financierden de aangroei van nieuwe pensioenrechten deels uit rendement op de eerdere inleg van andere deelnemers. In feite werd de pensioenopbouw van jongere werknemers toen deels betaald door een oudere generatie. Dat kan in de toekomst (bij stijgende beleggingsopbrengsten) weer gebeuren.

Daarnaast vindt binnen een pensioenfonds vermogensoverdracht plaats tussen werknemers. De toegekende rechten van oudere werknemers worden deels gefinancierd met de premie van jongere werknemers. Voor alle deelnemers is de verhouding tussen betaalde premie en de aangroei van toekomstige pensioenuitkeringen namelijk hetzelfde, de zogenaamde doorsneesystematiek.

De inleg van jongere deelnemers rendeert echter veel langer. Eigenlijk betalen jongere deelnemers dus teveel of ontvangen zij te weinig rechten.⁸³

De vermogensoverdracht binnen een pensioenfonds vormt een probleem omdat werknemers (steeds meer) een verschillende loopbaan volgen. Hoogopgeleide werknemers waarvan het inkomen snel groeit profiteren van deze overdrachten, laagopgeleide werknemers die er tijdens hun loopbaan relatief weinig in inkomen op vooruit gaan ondervinden juist nadeel. Werknemers die later als zzp-er gaan werken, ondervinden het grootste nadeel omdat zij als zzp-er hun verdere pensioenopbouw helemaal zelf moeten financieren⁸⁴ In het eindloonstelsel dat de meeste fondsen tot 2004 hanteerden waren deze overdrachten nog groter. Verder werken veel mensen achtereenvolgens bij diverse werkgevers, met verschillende pensioenfondsen en pensioenregelingen, waardoor de vermogensoverdrachten over de hele loopbaan van persoon tot persoon verschillen en zeer ondoorzichtig zijn. Het lijkt misschien zo dat de doorsneesystematiek voor een gemiddelde werknemer per saldo neutraal uitvalt, maar in de praktijk bestaat die gemiddelde werknemer helemaal niet.⁸⁵

Bovendien hebben er grote aanpassingen plaatsgevonden in pensioenregelingen. Zo is de opbouw van nieuwe pensioenrechten verlaagd in reactie op de dotcom-crisis en de schuldencrisis. Dit pakt ongunstig uit voor oudere werknemers. Vroeger betaalden zij als jongere werknemer mee aan de hoge opbouw van ouderen die inmiddels zijn gepensioneerd, nu ontvangen zij daar minder voor terug van de generatie jongere werknemers die na hen is gekomen. Kortom, door verlaging van de pensioenopbouw leidt de doorsneesystematiek tot herverdeling tussen generaties.

Een pensioenstelsel zonder structurele vermogensoverdrachten tussen werknemers is mogelijk. De waarde van nieuwe rechten die een deelnemer krijgt toegekend is dan ongeveer evenveel

Vermogensoverdracht binnen pensioenfondsen

Een rekenvoorbeeld met Bouw en Metalektro, twee grote bedrijfstakpensioenfondsen, illustreert dat de combinatie van vermogensoverdrachten tussen werknemers onderling en tussen werknemers en gepensioneerden aanzienlijk zijn. Bij een modaal inkomen van €33.000 per jaar bedroeg de premie voor 2013, inclusief werkgeversdeel, zo'n €4.500 bij Bouw. Bij Metalektro, dat een hogere franchise hanteert, was dat €3.800. Dit levert recht op een jaarlijkse uitkering vanaf de pensioendatum van circa €450 bij Bouw en €380 bij Metalektro.

De huidige waarde van deze toekomstige uitkeringen kan worden berekend met zogenaamde afkoopfactoren uit het pensioenreglement. Voor iemand van 35 jaar is de huidige waarde bij Bouw ongeveer €3.500. Bij Metalektro, dat veel lagere afkoopfactoren hanteert, is dat ongeveer €1.700. Voor een 35-jarige deelnemer levert elke ingelegde euro bij Bouw dus 63 cent aan pensioenrechten op, bij PME maar zo'n 40 cent.

Het omslagpunt, waarboven elke euro premie meer dan een euro pensioenvermogen oplevert, ligt voor beide fondsen nu boven de 55 jaar. Het ligt dus niet meer rond de 45 jaar, zoals vaak wordt gedacht. Dat het omslagpunt nu bij zo'n hoge leeftijd ligt, komt voornamelijk door de verlaging van opbouwpercentages sinds de schuldencrisis. Daardoor is een groter deel van de premie beschikbaar voor herstel en opbouw van nieuwe buffers om toekomstige schokken te absorberen.

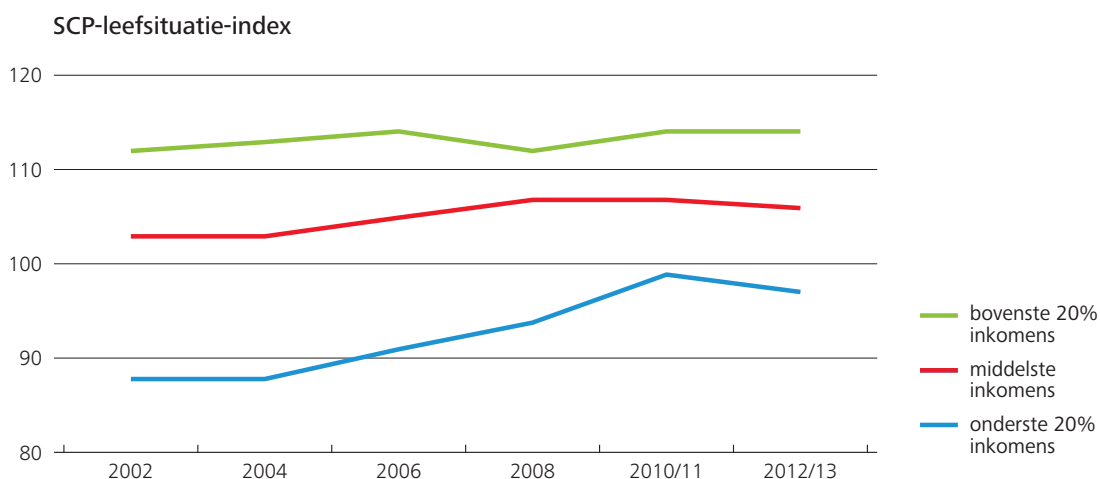
waard als de afgedragen premie. Zo'n stelsel wordt 'actuarieel fair' genoemd. Een vaak genoemde variant van een actuarieel fair stelsel behoudt het vaste premiepercentage, de doorsnee premie, maar berekent de jaarlijkse aangroei van de toekomstige pensioenuitkering op een andere manier.⁸⁶ Bijvoorbeeld niet als één percentage van het pensioengevend salaris voor alle werknemers, maar als een percentage dat afhankelijk is van de leeftijd: hoe jonger de werknemer, hoe hoger het opbouwpercentage.

Er klinken al bijna tien jaar oproepen voor de overgang op een ander systeem.⁸⁷ Waarom bestaat de doorsneesystematiek dan nog steeds? Omdat niet iedereen erkent dat de doorsneesystematiek leidt tot overdrachten van jong naar oud⁸⁸ en omdat anderen stellen dat de overdrachten meevallen en een hoge opbouw jonge werknemers zou ontmoedigen om te studeren.⁸⁹ Bovendien lijkt iedereen het er over eens dat er een groot overgangsprobleem bestaat. Door de omschakeling naar een actuarieel fair stelsel ontstaat een generatie die veel heeft bijgedragen aan de pensioenopbouw van anderen maar de eigen pensioenopbouw volledig zelf moet gaan betalen. Dit lijkt de grootste belemmering om structurele vermogensoverdrachten via pensioenfondsen aan te pakken.

Geld maakt niet gelukkig ...

Hoewel de beschikbare statistische data geen volledig beeld geven lijkt het erop dat in de westerse samenleving de inkomens- en vermogensongelijkheid is toegenomen. In Nederland heeft via de woningmarkt en via de pensioenopbouw een grote overdracht van vermogens van jong naar oud plaatsgevonden. Wat nu is de betekenis hiervan voor het welzijn zoals dat door de mensen wordt beleefd?

In de eerste plaats is het belangrijk om, als hierboven beschreven, bij de schijnbaar hoge vermogensongelijkheid in Nederland te bedenken dat de overheid hier in publieke behoeften voorziet, als onderwijs, zorg en een sociaal vangnet. Bovendien is het financiële plaatje maar een deel van het verhaal. Het laat belangrijke aspecten van welvaart buiten beschouwing, zoals bijvoorbeeld vrije tijd en de kwaliteit van de fysieke leefomgeving. Nederland blijkt dan niet alleen een financieel rijk land te zijn, maar ook één waarin de werkweek relatief kort is vanwege het vele deeltijdwerk. Hierdoor kunnen we relatief veel vrijwilligerswerk doen, mantelzorg verlenen en voor de eigen kinderen zorgen.



Een andere factor die maakt dat de relatie tussen inkomen, economische groei en welvaart minder eenduidig is dan vaak wordt aangenomen, is dat kwaliteitsverbeteringen door technologische vooruitgang of nieuwe organisatievormen slechts ten dele worden meegenomen in de bepaling van het nationaal inkomen. Zo maakt ICT tal van nieuwe organisatievormen mogelijk waardoor bestaande bedrijven overbodig worden doordat consumenten direct met elkaar gaan handelen. Dat kunnen tweedehandspullen zijn via Marktplaats, overnachtingsruimte via Airbnb, maaltijden via thuisafgehaald.nl en de auto via snappcar.nl. In toenemende mate vindt dit model ook toepassing in de financiële sector via crowdfunding, kredietunies, broodfondsen en gezamenlijke pensioenopbouw. Deze nieuwe organisatievormen bieden potentieel zowel nieuwe inkomstenbronnen als goedkopere en kwalitatief betere producten en diensten. Deze ontwikkeling vinden we maar in beperkte mate terug in de economische groeicijfers, net als innovatieve ICT-toepassingen binnen bedrijven of de goedkope nieuwe communicatiemogelijkheden van de 'sociale' media. In 1987 verzochtte Robert Solow, winnaar van de Nobelprijs voor zijn werk over economische groei dat je overal computers ziet, behalve in de productiviteitsstatistieken. De bijdrage van het Internet aan de productiviteit laat zich nog steeds lastig of niet meten, net als de tijd die we besparen door online te winkelen en de prijsconcurrentie als gevolg daarvan.⁹⁰

Welzijnsverschillen zijn in Nederland dan ook kleiner dan inkomens- en vermogensverschillen. Dit komt onder meer tot uiting in de SCP leefsituatie-index, een maatstaf voor het welvaartsniveau in brede zin waaronder welzijnsaspecten als gezondheid, sociale participatie en sport. Bovenstaande grafiek beschrijft de ontwikkeling van deze index voor verschillende inkomensgroepen over de periode 2002-2012/13. Ondanks de ongunstige economische ontwikkeling van de afgelopen jaren is de welvaart in brede zin per saldo toegenomen sinds de crisis. Die van de onderste 20% inkomens is de afgelopen 10 jaar het meest gestegen.

Dat geld niet allesbepalend is blijkt ook uit het onderzoek naar de subjectieve welzijnsbevinding, oftewel het geluk van mensen. Boven een inkomen van ruwweg anderhalf maal het nominale Nederlands inkomen neemt het gemiddelde geluk niet meer toe met het nationaal inkomen. Belangrijker dan ons inkomen zijn zaken als gezondheid, een goede relatie, goed functionerende overheid, werk, vrienden, directe democratie, tolerantie en vertrouwen en persoonlijke, politieke en economische vrijheid.⁹¹ Zaken die op hun beurt wel weer positief samenhangen met economische groei. Zo stelt economisch historicus Benjamin Friedman dat tolerantie, zorg voor zwakkeren, democratie en persoonlijke vrijheid in een samenleving vooral opbloeien in tijden van economische voorspoed.⁹²

... maar de verdeling ervan is wel van belang voor het welzijn

Geld is dus niet zaligmakend. Dat is een relativering bij de grote en stijgende inkomens- en vermogensverschillen die we zien.⁹³ Tegelijkertijd leert onderzoek dat geld en geluk wel degelijk met elkaar samenhangen. De Engelse econoom Layard wijst er in zijn boek *Happiness* op dat de tevredenheid van mensen over het eigen inkomen sterk afhangt van het inkomen van de buurman. Het is vooral het relatieve inkomen dat telt. We bevinden ons volgens Layard in een 'hedonistische tredmolen', harder groeien brengt ons nergens omdat het inkomen van de buurman net zo hard groeit.

Volgens Layard is de economische ratrace niet alleen zinloos, maar ook schadelijk omdat achterop raken ons geluk erger aantast dan dat het toeneemt door voorop te lopen. Bovendien gaat de lange werkweek ten koste van ons gezin en onze vrienden, terwijl juist dat de voornaamste bron van geluk blijkt te zijn. Men blijkt zich vaak niet bewust van de waarde, ook voor het eigen

De Easterlin Paradox

In 1974 observeerde professor economie Richard Easterlin dat rijke mensen binnen de VS gelukkiger zijn dan de rest van de bevolking, maar dat met de groei van de Amerikaanse economie het gemiddelde geluk in de VS niet steeg.⁹⁴ Deze paradox zou kunnen worden verklaard doordat voor geluk het relatieve inkomen van belang is. Overigens zijn er de afgelopen jaren verschillende studies verschenen die claimen dat het Amerikaanse geluk wel degelijk is toegenomen, zij het minder sterk dan het inkomen.⁹⁵ Easterlin zelf stelt dat hierbij verkeerde data zijn gebruikt.⁹⁶ Anderen betogen dat het toegenomen geluk niet wordt veroorzaakt door inkomensstijging maar door de groei van het sociaal vertrouwen.⁹⁷

welbevinden, van de lastig meetbare niet-financiële zaken.⁹⁸ Mede daarom neemt men volop beslissingen waar men uiteindelijk niet gelukkig van wordt.⁹⁹

Dat inkomensongelijkheid gevolgen heeft voor het geluk in een samenleving vond onlangs ook professor van der Werfhorst: een grotere mate van inkomensongelijkheid gaat gepaard met een grotere zucht naar sociale erkenning en sociale status, vooral onder lagere statusgroepen. Een grotere inkomensongelijkheid vergroot dan ook de geluksongelijkheid, zij het dat deze verschillen beperkt blijven.¹⁰⁰

Nieuw onderzoek laat zien dat de traditionele veronderstelling dat het bevorderen van gelijkheid en economische groei twee doelen zijn die lastig samengaan vaak niet opgaat.¹⁰¹ Huishoudens met lage inkomens besteden een groter deel van hun inkomen aan consumptie dan huishoudens met een hoog inkomen, zodat herverdeling de binnenlandse bestedingen verhoogt.¹⁰² Daarnaast kan herverdeling de totale productiviteit bevorderen door armere huishoudens meer mogelijkheden te geven voor investeringen in een goede opleiding en voor het nemen van risico's behorend bij ondernemerschap.¹⁰³

Vanwege sociologische effecten verbetert gelijkheid bovendien de prestaties van een land op het terrein van gezondheid, onderwijs en veiligheid. Grotere verschillen in sociaal-economische status hebben namelijk een ongunstige invloed op schoolprestaties en leiden tot het vaker voorkomen van chronische stress en agressief gedrag.¹⁰⁴ Ook ondermijnt inkomensongelijkheid het vertrouwen in instituties en politieke participatie van groepen met lagere inkomens.¹⁰⁵ Dit alles leidt tot de conclusie dat de samenleving als geheel, inclusief de rijke bovenlaag, gebaat is bij het beperken van ongelijkheid.¹⁰⁶

Het bedreigde sociaal kapitaal

Nederland is een vermogend land, maar de vermogens (en de financiële schulden) zijn ongelijk verdeeld. Wereldwijd steeg de inkomens- en vermogensongelijkheid. In Nederland vond daarbij via de woningmarkt en pensioenen een grote vermogensoverdracht plaats van jong naar oud. Dit gebeurde in de verwachting dat huizenprijzen en beleggingsrendementen zouden blijven stijgen. Nu deze verwachtingen niet zijn uitgekomen rest voor veel jongere huishoudens een problematische schuld.

Deze vermogens- en inkomensongelijkheid is een probleem voor een land. De kans is groot dat de economie nog jarenlang wordt gehinderd door beperkte mobiliteit en blijvende onzekerheid

voor de jongere huizenbezitters. Ruim een derde van de huiseigenaren, zo'n 1,4 miljoen, heeft een hypotheek die hoger is dan de huidige woningwaarde. Zonder prijsstijgingen en extra aflossing staat drie kwart van hypotheeken die eind 2012 onder water stonden, over tien jaar nog steeds onder water. Zelfs bij een nominale prijsstijging van 2% per jaar blijft een kwart hardnekkig onder water staan.¹⁰⁷ Het probleem wordt acuut als huiseigenaren door werkloosheid of scheiding de hypotheeklasten niet meer kunnen opbrengen.

Aan de mensen die voor 2008 hoge schulden aangingen om een huis te kunnen kopen en slechts een gering pensioenvermogen opbouwden wordt nu geen oplossing geboden. Dit belemmert hun arbeidsmobiliteit en daarmee de productiviteitsontwikkeling. Maar deze directe financieel-economische gevolgen zijn niet de enige reden waarom het onwenselijk is om deze groep in zo'n grote mate de kosten van de economische crisis te laten dragen. Hiermee wordt het sociaal contract van de high trust samenleving geweld aangedaan. Deze groep had destijds weinig keuze, zowel in de pensioenopbouw als op de woningmarkt. De pensioenopbouw in de tweede pijler is wettelijk verplicht en in Nederland is op de huurmarkt voor een brede groep middeninkomens weinig aanbod. Dat de huizenprijzen stegen was het gevolg van beleid van overheid en banken en van mondiale ontwikkelingen. De individuele huizenkoper had hier geen invloed op. De generatie die tussen eind jaren '90 en 2008 de huizenmarkt betrad had simpelweg de pech dat zij dit moesten doen in een opgaande conjunctuur, door Sedlacek ook wel de 'manische' periode van de economie genoemd.¹⁰⁸

Deze economische conjunctuur is eigen aan de kapitalistische ordening van onze economie. Deze economische dynamiek heeft ons allen veel opgeleverd in termen van innovatie en productiviteitsstijgingen. Ditmaal sloeg de conjuncturele slinger ver uit, getuige de grootste economische crisis in zeker 80 jaar. Hoe rechtvaardig is het om de pijn hiervan grotendeels te laten dragen door een beperkt deel van de bevolking terwijl een ander deel juist profiteert van de destijds overspannen toekomstverwachtingen?

Daarnaast hebben we gezien dat voorbij een bepaalde mate van ongelijkheid zelfs de vermogenden zich beter voelen in een meer egalitaire samenleving. Naast het welzijn, is te grote ongelijkheid ook vanuit een financieel perspectief problematisch als dit ten koste gaat van de koopkracht van een groot deel van de economie. Het kan ook de sociale spanningen vergroten als de sociale mobiliteit afneemt doordat financieel vermogen in plaats van intellectueel vermogen en inzet bepalend is voor je plek in de samenleving. Het meritocratische karakter van een samenleving is belangrijk om zowel alle aanwezige talenten te benutten, als ook om de harmonie in een samenleving te bewaren. Juist deze sociale harmonie van het poldermodel is een van de krachten van de Nederlandse economie.

Dat het vertrouwen in de samenleving geen vast gegeven is illustreert recent onderzoek van het SCP waaruit bleek dat het vertrouwen in de politieke instituties Nederland weliswaar nog steeds groot is, maar niet meer tot de hoogste 'high trust' groep behoort. Eind 2013 waren in Nederland minder mensen geneigd de Tweede Kamer wel (41%) dan niet (55%) te vertrouwen. In 1997 lagen de verhoudingen omgekeerd (64% wel en 28% niet).¹⁰⁹

Het laten voortbestaan van private schuldproblemen en hoge inkomens- en vermogensongelijkheid vormt ook een bedreiging voor de financiële stabiliteit. Het zet aan tot beleid om via financiële constructies de inkomens kunstmatig te doen groeien. Zoals door het aanjagen van de woningmarkt, zie bijvoorbeeld recentelijk het Verenigd Koninkrijk waar de overheid met haar

Nederland, een 'high trust'-land, rijk aan sociaal kapitaal

Nederland behoort tot de zogenaamde 'high trust' landen. Samenlevingen waar de kosten van samenwerking laag zijn. Omdat mensen elkaar vertrouwen durven zij samen te werken. Niet elke mogelijke ontwikkeling hoeft in een dik contract te worden afgedekt. Een 'high trust' samenleving kent ook weinig arbeidsconflicten, zoals stakingen, en een goede betalingsmoraal. Vertrouwen in de samenleving draagt ook direct bij aan het welzijn van mensen, bijvoorbeeld doordat mensen zich veiliger voelen. Het zijn van een 'high trust' samenleving is zo gezien een belangrijke vorm van sociaal vermogen. Eén die zowel financiële als directe welzijnseffecten heeft.

Een 'high trust' samenleving vereist wel dat de overgrote meerderheid van de bevolking de gemeenschappelijke regels en instituties als rechtvaardig ervaart. Hiervoor moeten de lusten voldoende breed worden gedeeld. Net als in andere high trust samenlevingen als de Scandinavische landen kent Nederland een uitgebreid verzorgingsstelsel. De gedachte hierachter is dat als het tegenzit, buiten je eigen schuld, je op hulp van de samenleving kunt rekenen. Het individu heeft hiertegenover de plicht zich maximaal in te spannen om zo min mogelijk gebruik te maken van deze steun. Dit is het, impliciete, sociaal contract waar de Nederlandse samenleving op is gebouwd. Voordeel hiervan is dat niet iedereen zich tegen alle mogelijke tegenslagen hoeft in te dekken. Een gezamenlijke verzekering is een efficiënte oplossing.

'Help to Buy'-regeling bijdroeg aan de hernieuwde oververhitting van de huizenmarkt. Iets dat op de korte termijn de economie stimuleert, maar voor de lange termijn een betalingsprobleem creëert. Eerder wees de econoom en huidige president van de Indiase centrale bank Raghuram Rajan hierop voor de VS, waar arme huishoudens de Amerikaanse droom najaagden door zich te diep in de schulden te steken.¹¹¹ Ook de sociologen Streeck en Crouch leggen dit verband. Crouch spreekt in dit verband van 'geprivatiseerd Keynesianisme'.¹¹² Waar na het oplopen van de staatsschulden in de jaren '70 de staat niet langer het financieel achterblijven van bepaalde groepen in de samenleving kon compenseren met publieke uitgaven, stellen Crouch en Streeck dat de financiële sector deze rol in toenemende mate is gaan vervullen via het verstrekken van leningen. Hierdoor liepen de private schulden sterk op.

Een Rijnlandse omgang met Angelsaksische schulden

Het Nederlandse schuldprobleem is ook wel getypeerd in termen van het Rijnlandse en Angelsaksische model.¹¹⁰ In het Angelsaksische model kent de economie een grotere dynamiek en een heviger conjunctuur. Om dat te compenseren is het relatief eenvoudig om van schulden af te komen. In de VS kun je in de meeste staten bijvoorbeeld van je hypotheek afkomen wanneer deze onder water staat. Het Rijnlandse model, dat veel high trust landen kennen, is risicomijdender en kent doorgaans een gelijkmatiger economische ontwikkeling. Schulden worden hierbij minder snel vergeven. Van Nederland kan nu worden gezegd dat het in de jaren voor de crisis een Angelsaksische conjuncturele opgang kende, maar nu in de neergang een Rijnlandse omgang met schulden. Hierdoor blijven de problemen lang na-ijlen.

Huidige aanpak schiet te kort ...

... als het gaat om de aanpak van het acute schuldenprobleem

Om de invloed van restschulden op de mobiliteit te beperken hebben de overheid en banken maatregelen genomen om het makkelijker te maken bij verhuizing restschulden mee te financieren in de nieuwe hypotheek. Het meefinancieren van restschulden blijkt echter niet in alle gevallen mogelijk, de hypotheekverstrekking moet namelijk wel verantwoord zijn.¹¹³ Hoewel onderwaarde hiermee minder problematisch wordt, vermindert het onderliggende verdelingsprobleem niet. De verlaging van de overdrachtsbelasting, een maatregel ter ondersteuning van de huizenmarkt, drijft vooral de huizenprijzen op en helpt weinig om de mobiliteit te vergroten. De verruiming van de Nationale Hypotheek Garantie stimuleert om meer te lenen door risico's van wanbetaling af te wentelen op de overheid. Deze maatregel draagt meer bij aan het in stand houden van de hoge nationale hypotheekschuld dan aan het verminderen ervan.

De tijdelijk verhoogde vrijstelling voor giften ten behoeve van hypotheekaflossing of woningaankoop helpt om vermogen te herverdelen en er wordt zelfs op grotere schaal gebruik van gemaakt dan voorzien. Maar de maatregel werkt alleen voor woningbezitters en starters die kunnen rekenen op de steun van vermogende familie of vrienden.

Staatssecretaris Klijnsma kijkt verder naar de mogelijkheden om pensioenpremies in te zetten voor hypotheekaflossing.¹¹⁴ De gedachte daarachter is goed. Voor huiseigenaren met een (potentiële) restschuld is de aflossing van hun hypotheek nu belangrijker dan pensioenopbouw. Daarnaast moeten nieuwe starters op de woningmarkt hun hypotheek helemaal aflossen en het is dan onnodig om evenveel pensioen te sparen als iemand die niets aflost of huurt. Lagere pensioenpremies betekent meer koopkracht. Dit resulteert bovendien in een kleinere Nederlandse pensioen- en bankensector en maakt zo de economie minder gevoelig voor schokken op financiële markten. De richting die de staatssecretaris kiest zal echter waarschijnlijk geen oplossing bieden omdat voor de meeste werknemers, juist de relatief jongeren die met een problematische schuld kampen, de aangroei van pensioenvermogen minder waard is dan de betaalde premie. Dit vanwege de herverdeling tussen jongere en oudere werknemers en het herstel van buffers. Hierdoor zullen huiseigenaren onder de 55 slechts een deel van hun pensioenpremie kunnen inzetten voor schuldaflossing, wat de maatregel weinig effectief maakt. De mogelijkheid om wel de volledige premie aan te wenden voor schuldaflossing zal bij de huurders onder de deelnemers in het pensioenfonds grote weerstand oproepen. Zij ontvangen immers voor elke euro inleg soms maar 40 cent aan rechten. Een eerlijke en effectieve manier voor individuele afstemming tussen pensioenopbouw en hypotheekaflossing vereist daarom een verdergaande hervorming van het pensioenstelsel.

... als het gaat om de aanpak van het structurele verdelingsprobleem

Er zijn de laatste tijd verschillende voorstellen gedaan om de belasting op vermogens te hervormen, bijvoorbeeld door niet-uitgekeerde bedrijfswinsten van een aanmerkelijk belang in de belastingheffing te betrekken en de vrijstelling bij vererving of schenking van een onderneming in te perken,¹¹⁵ om vermogenswinsten in box 3 te belasten op basis van het werkelijk gerealiseerde rendement¹¹⁶, om werknemers een aandeel te geven in bedrijfswinsten en om de tarieven in de succeswet (erfbelasting) die in 2009 nog zijn verlaagd weer te verhogen. Op dit moment liggen er geen concrete voorstellen op tafel.

De discussie over het actuarieel fair maken van pensioenopbouw loopt al heel lang. Nieuwe publicaties van onder meer CPB en DNB helpen om een transitie bespreekbaar te maken.¹¹⁷ Deze

publicaties geven namelijk meer inzicht in de overdrachten, de overgangsproblematiek en problemen rond de houdbaarheid op lange termijn van het bestaande stelsel. Bij de aanpassingen van het pensioenstelsel door het huidige en vorige kabinet kregen de herverdelingseffecten tussen jongere en oudere werknemers nauwelijks aandacht.

4. OP DE ECOLOGISCHE POF

Ook in ecologisch opzicht loopt de nationale schuld gevaarlijk op. De gemiddelde Nederlander verbruikt jaarlijks meer dan zesmaal zoveel biocapaciteit als er wereldwijd per inwoner beschikbaar is. Was de jaarlijkse CO₂-uitstoot van de Nederlander begin jaren '70 nog de laagste van de ons omringende landen, inmiddels is die de hoogste en is deze in Nederland als enige land over deze periode gestegen. De afhankelijkheid van fossiele energie maakt Nederland kwetsbaar voor een internationale aanpak van klimaatverandering en geopolitieke risico's.

De ecologische schuld ...

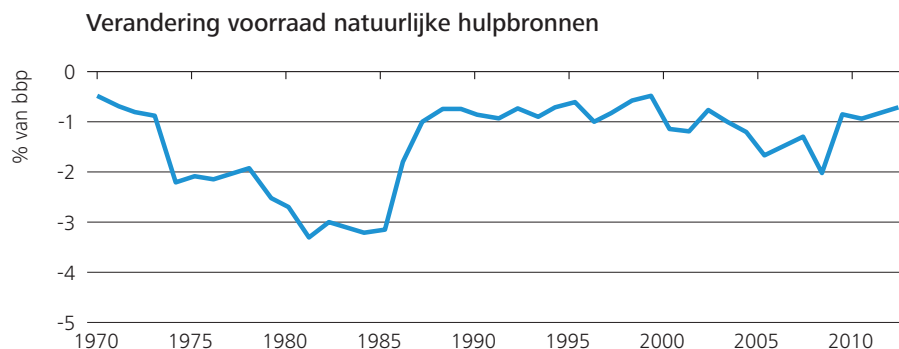
Schuld is een begrip dat we vooral kennen in relatie tot financiële transacties tussen bedrijven, overheden en huishoudens. Het begrip wordt echter in toenemende mate ook toegepast op het leefmilieu, de 'ecologische schuld'. Net als toeleveranciers en arbeid levert ook het leefmilieu input voor het productieproces, in de vorm van grondstoffen en als bestemming voor de afval van het productieproces. Daarvoor is er jaarlijks een bepaalde ecologische capaciteit beschikbaar die kan worden gebruikt zonder dat dit blijvende consequenties heeft. Als het gebruik groter is, dan neemt de voorraad ecologisch kapitaal af en bouwt zich in feite een ecologische schuld op. Een beperkte schuld hoeft ook hier niet problematisch te zijn, visstanden kunnen zich bijvoorbeeld herstellen. Ecologische schulden kunnen onhoudbaar worden als de kosten van herstel van het leefmilieu te hoog worden. Bovendien is de veerkracht van het milieu beperkt en als een kritische grens wordt doorbroken is herstel soms onmogelijk, bijvoorbeeld met betrekking tot klimaatverandering. Het leefmilieu vormt hiermee de uiteindelijke begrenzing van het economisch systeem. Anders dan financiële schuld kan deze dus niet worden kwijtgescholden.

Het begrip ecologische schuld vindt zijn oorsprong in ontwikkelingslanden die in de jaren '80 en '90 worstelden met grote financiële schulden aan westerse landen. Zij stelden daartegenover dat er andersom een ecologische schuld was. Zij zagen hun leefomgeving bedreigd, heel direct door de komst van grootschalige landbouw voor de export naar rijke landen en meer in de toekomst door klimaatverandering als gevolg van de uitstoot van broeikasgassen door diezelfde rijke landen.

Het eerste Nederlandse Nationaal Milieubeleidsplan (NMP1, 1989) nam het begrip 'milieu als een economische kapitaalvoorraad' over.¹¹⁸ Het milieuvraagstuk werd voorgesteld als een beheervraagstuk van een systeem van stromen (emissies, immissies) en voorraden (schone lucht, water, bodem, natuur en dergelijke). Goed milieubeleid is zo gezien het op de juiste wijze beheren van de gegeven voorraad milieukapitaal. Dit denken werd doorvertaald in een jaarlijkse milieubalans van Nederland van het RIVM.¹¹⁹ In 1999 gebruikte de WRR het concept in het rapport Generatiebewust beleid: *"Huidige generaties teren in op de erfenis aan milieu- en natuurwaarden die door vorige generaties is nagelaten. In financiële zin is deze last voor de toekomstige generaties vergelijkbaar met het laten oplopen van de staatsschuld."*¹²⁰ Hieruit blijkt opnieuw het belang van een goede balans tussen huidige welvaartscreatie en toekomstige lasten en risico's.

... van Nederland

Onderstaande grafiek beschrijft de jaarlijkse afname van natuurlijke hulpbronnen in Nederland berekend door de Wereldbank. Deze kan worden beschouwd als een correctie op het bnp voor de afname van bos-, energie- en minerale voorraden. Omdat hierbij de toekomstige productiecapaciteit centraal staat, is de correctie het grootst voor landen die sterk afhankelijk zijn van olie- en gaswinning en mijnbouw. De Nederlandse afname weerspiegelt voornamelijk de vermindering van de gasvoorraad en lijkt relatief beperkt, maar is aanzienlijk vergeleken met de jaarlijkse bnp-groei.



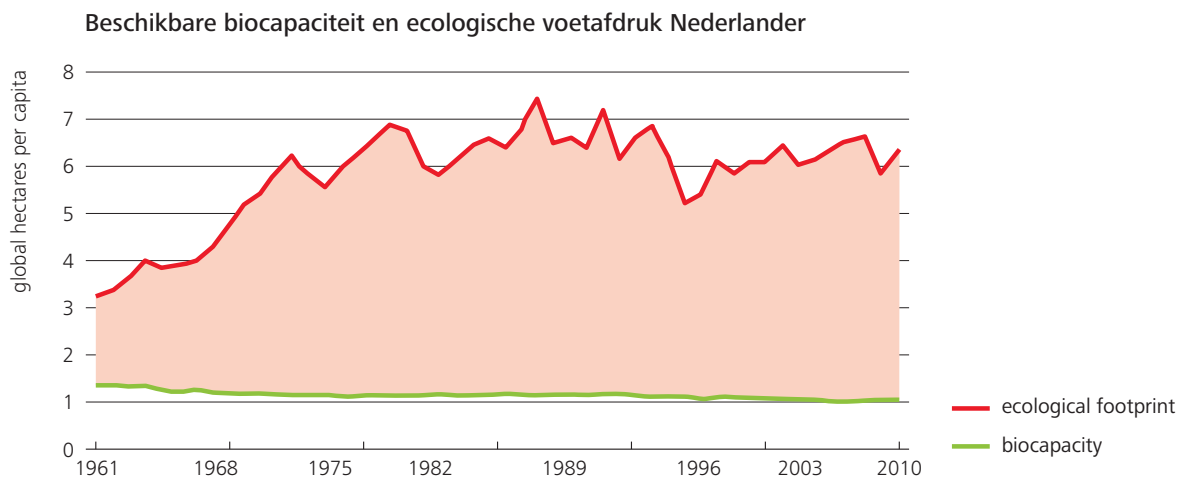
Bron: Wereldbank World Development Indicators.¹²¹

Het ecologisch tekort van Nederland is echter aanzienlijk groter dan enkel de afname van Nederlandse natuurlijke hulpbronnen. Dat komt doordat de bnp-correctie berekend door de Wereldbank geen rekening houdt met de uitstoot van broeikasgassen en de ecologische voetafdruk van Nederland in de rest van de wereld. Onderstaande grafiek geeft het ecologisch tekort van Nederland weer zoals berekend door het Global Footprint Network. Hierbij staat niet de productie maar de consumptie centraal. De groene lijn is de wereldwijd beschikbare biocapaciteit per persoon, gebaseerd op het nationale grondoppervlak en zeegebied en de wereldwijde productiviteit van elk type oppervlak. De rode lijn is de ecologische voetafdruk van de gemiddelde Nederlander, een combinatie van onder meer de CO₂-voetafdruk, de benodigde landbouwgrond, visgebieden en houtproductie behorend bij de Nederlandse consumptie. Afvalstromen en vervuiling anders dan CO₂-uitstoot (waaronder andere broeikasgassen) blijven hierbij nog buiten beschouwing. Het werkelijke ecologische tekort is daardoor groter dan de voetafdruk weergeeft.

Ecologische voetafdruk Nederland

Sinds de jaren '80 is de Nederlandse ecologische voetafdruk ongeveer zes keer de biocapaciteit per wereldbewoner. Nederland gebruikt dus relatief veel biocapaciteit van andere landen. Op wereldniveau bestaat sinds 1970 een ecologisch tekort vanwege de CO₂-voetafdruk, die steeds minder kan worden geabsorbeerd door de beschikbare biocapaciteit. Het wereldwijde tekort is inmiddels opgelopen tot bijna 50%. Het Nederlandse tekort is naar verhouding veel groter.¹²³

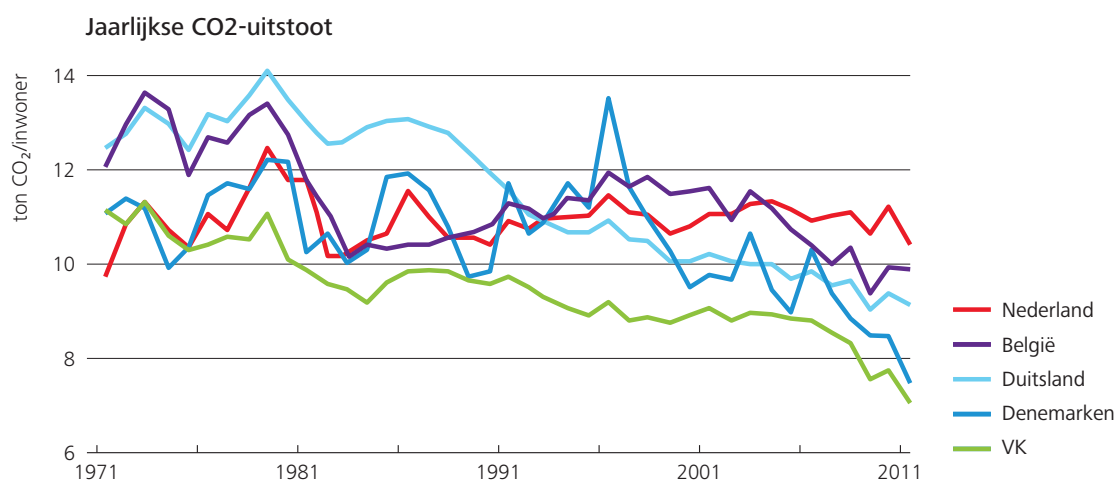
Eén van de oorzaken van onze ecologische schuld is de hoge CO₂-uitstoot van binnenlandse productie en consumptie. Onderstaande grafiek laat zien dat de CO₂-uitstoot per inwoner in Nederland sinds begin jaren '70 per saldo is gestegen. In de ons omringende landen is deze juist sterk gedaald. Onderstaande figuur laat zien dat de Nederlandse uitstoot per inwoner ruim veertig jaar geleden het laagst was van de vijf landen, sinds tien jaar is de Nederlandse uitstoot



Bron: Global Footprint Network (2012).¹²²

echter het hoogst. Nederland is dus flink achtergebleven op het gebied van het terugdringen van CO₂-emissies. Dat is grotendeels te wijten aan de trage overstap op duurzame energiebronnen. Het totale energieverbruik in Nederland bestaat voornamelijk uit gas, olie en kolen. In 2012 bedroeg het aandeel zonne-energie nog maar 0,1% en windenergie 0,5%. Met 4,7% was het aandeel biobrandstoffen een stuk hoger, onder meer vanwege het bijstoken van biomassa in kolencentrales en de verplichte bijmenging in benzine en diesel.¹²⁴ Bij dat laatste gaat het voor een deel om omstreden biobrandstoffen die concurreren met voedselproductie.

Nederland is voor 0,5 à 1% medeverantwoordelijk voor de 0,9 °C opwarming van de aarde tot nu toe. Die 'schuld' kan in zekere zin worden terugbetaald door klimaatbeleid te gaan voeren dat er op is gericht de uiteindelijke temperatuurstijging tot 2 °C te beperken. Voor de Europese landen komt dat neer op een emissiereductie van 40% in 2030 en 80% in 2050 (t.o.v. 1990). De kosten van dat beleid, cumulatief over de periode tot 2050 worden geraamd op € 70 miljard (als contante, huidige waarde).¹²⁵ Om de effecten te compenseren, die voor het laag gelegen Nederland relatief groot zijn (dijkverhogingen, creatie van waterberging e.d.) is bij benadering bovendien een zelfde bedrag van € 70 miljard nodig.



Bron: IEA.

... doorgeschoven naar de toekomst en het buitenland

Nederland weet de binnenlandse gevolgen van milieuproblemen voorsnog te beperken. Het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) is dan ook positief over de ecologische toestand in Nederland: *'De directe leefomgeving is aangenamer en gezonder, de achteruitgang van de biodiversiteit in Nederland is geremd, infrastructuur en ruimtelijke functies zijn inmiddels vrijwel overal goed op elkaar afgestemd. Nederlanders zijn in het algemeen dan ook tevreden of zelfs zeer tevreden met hun directe leefomgeving.'*¹²⁶ Het ecologisch tekort van Nederland komt dus niet tot uitdrukking in de ontwikkeling van de directe leefomgeving en is daardoor minder zicht- en voelbaar.

De mondiale milieuproblematiek is de afgelopen jaren juist ernstiger geworden. Wereldwijd is sprake van toenemende klimaatrisico's, aantasting van de biodiversiteit en uitputting van schaarse grondstoffen, zoals fosfaat. Daarnaast ontstaan steeds meer knelpunten ten aanzien van de beschikbaarheid van hernieuwbare hulpbronnen, zoals zoet water. Op termijn dreigt ontwrichtende en onomkeerbare klimaatverandering, afname van biodiversiteit, waterschaarste en toename van luchtverontreiniging.¹²⁷ Daar draagt de Nederlandse economie in niet geringe mate aan bij, via de import van goederen die een groot beslag leggen op natuurlijke hulpbronnen.

Door de economische groei en bevolkingsgroei elders in de wereld zal de ecologische druk in de komende jaren naar verwachting snel verder groeien.¹²⁸ Het gevaar is groot dat kritische grenzen worden overschreden, waardoor de toekomstige productiecapaciteit blijvend wordt aangetast. De ecologische schuld zal ook ingrijpende financiële en sociale en geopolitieke gevolgen hebben. De huidige economische structuur is daarom onhoudbaar.

Om een hoger welvaartsniveau in andere landen mogelijk te maken, zal het beslag dat de Nederlandse economie legt op natuurlijke hulpbronnen in het buitenland moeten dalen. De milieudruk van de Nederlandse economie stijgt weliswaar niet meer, maar de wereldwijde milieubelasting per inwoner is hoog in vergelijking met de meeste andere landen. Uitgaande van een gelijk recht op het gebruik van de mondiale ecologische capaciteit dient Nederland haar milieugebruiksruimte, haar ecologische voetafdruk, snel en aanzienlijk terug te brengen.

Kansen en bedreigingen van een snelle vergroening van de economie

Naast morele en internationaal rechtelijke overwegingen is er ook een nationaal economisch belang om de relatief grote afhankelijkheid van de Nederlandse economie van fossiele brandstoffen te reduceren. Net als bij het terugdringen van ongelijkheid geldt ook hier dat de vermindering van het ecologisch tekort niet ten koste hoeft te gaan van herstel van de financiële balans.

In de eerste plaats doen zich kansen voor op zowel economische als milieuwinst door groene bezuinigings- en stimuleringsmaatregelen. Zo kunnen bepaalde belastingvrijstellingen en subsidies voor sectoren die veel vervuiling veroorzaken, zoals de luchtvaart en de scheepvaart, worden verminderd of afgeschaft. In 2010 bedroeg de waarde van deze fiscale voordelen voor Nederland naar schatting €4 tot 10 miljard.¹²⁹ Voor sectoren die onder het Europese emissiehandelssysteem (ETS) vallen, zoals elektriciteitscentrales en industrie, draagt afschaffing van vrijstellingen of subsidies alleen bij aan vermindering van de CO₂-uitstoot als tegelijk het emissieplafond wordt verlaagd. Anders komen namelijk meer emissierechten beschikbaar voor buitenlandse bedrijven.¹³⁰ Ook bij sectoren als luchtvaart en scheepvaart, die niet onder het ETS vallen, is een Europese aanpak effectiever.

Het beter beprijzen van negatieve milieueffecten maakt de Nederlandse economische structuur duurzamer en minder afhankelijk van grondstoffen en energie.¹³¹ Nederland wordt daarmee minder kwetsbaar voor geopolitieke ontwikkelingen in de relatief instabiele regio's waar veel fossiele brandstoffen vandaan komen. Ook neemt zo de kwetsbaarheid af van Nederland voor het scenario dat bijvoorbeeld vanwege een catastrofe (denk aan een overstroming van dichtbevolkte Chinese en Amerikaanse kustgebieden) het internationaal klimaatbeleid in een stroomversnelling komt en de prijs van CO₂-emissies plots scherp stijgt.

Vooroplopen met de vergroening van de economie biedt ook de mogelijkheid om nieuwe en veelbelovende exportmarkten te ontwikkelen. Mede om deze reden wordt wel gepleit voor gericht groen industriebeleid. Rechtvaardiging van actief overheidsingrijpen ligt in het marktfalen omdat vergroening vooral positieve gevolgen heeft op lange termijn en voor de maatschappij als geheel. Daarbij moet echter niet de fout worden gemaakt om te proberen winnende technologieën te selecteren en moet voldoende ruimte zijn voor experimenten en mislukkingen.¹³² Hoewel het vestigen van een koploperpositie soms belangrijke concurrentievoordelen oplevert, is zo'n effect per definitie tijdelijk en onzeker.¹³³

Specifiek de huidige conjuncturele situatie, met hoge werkloosheid in combinatie met hoge private schulden, biedt mogelijkheden op zowel economische als milieuwinst. Stimulering van de economie – fiscaal waar dat kan, maar in Europees verband moet zeker ook aan monetaire financiering worden gedacht – kan plaatsvinden door direct te investeren in verduurzaming van de energie-infrastructuur en energiebesparing (bijvoorbeeld van woningen en kantoren).¹³⁴ Dit mes snijdt dan aan twee kanten. De economie wordt gestimuleerd en de ecologische schuld wordt verminderd.

Hoewel het verminderen van het ecologisch tekort dus zeker niet per definitie ten koste hoeft te gaan van de financieel-economische prestaties is het geen tovermiddel. In zijn algemeenheid zijn milieumaatregelen zelden de meest effectieve manier om de werkgelegenheid te stimuleren.¹³⁵ De investeringen om bestaande infrastructuur te vervangen kunnen de economische groei op korte termijn ook remmen. Vergroening is dan vooral een uitruil tussen hogere bbp-groei op korte termijn en versterking van het productievermogen op lange termijn.¹³⁶

Huidige aanpak schiet te kort

Bij het verkleinen van het ecologische tekort van Nederland ligt de nadruk in het huidige beleid op het beperken van de uitstoot van broeikasgassen. Het Energieakkoord uit 2013 beschrijft daarbij de inzet voor de komende jaren. Andere onderdelen, zoals de transitie naar een circulaire economie waarin het eenmalig gebruik van grondstoffen wordt beperkt, krijgen minder aandacht.

Ook in het Energieakkoord gaat Nederland met het streven naar een aandeel van 14% duurzame energie in 2020 niet verder dan het Europees afgesproken minimum. Op het gebied van energiebesparing wordt ingezet op het energiezuiniger maken van woningen en andere gebouwen. De nationale inzet ten aanzien van het Europese ETS is om internationaal concurrerende bedrijven te ontzien door hen gratis emissierechten te geven.¹³⁷ Het pakket bevat hierdoor nauwelijks prikkels voor het bedrijfsleven om minder afhankelijk te worden van fossiele energie.

Op het beprijzen van negatieve milieueffecten lijkt een taboe te rusten, terwijl dit essentieel is voor verduurzaming van de economie. De enige gerichte fiscale maatregel in het Energieakkoord om duurzame energie te stimuleren, is een belastingkorting voor energiecoöperaties. De aan-

kondiging in 2010 om een einde te maken aan de fiscale korting voor groenfondsen, die zo'n € 8 miljard aan private duurzame investeringen had gemobiliseerd, illustreert hoe over fiscale instrumenten wordt gedacht. Het advies van de commissie Dijkhuizen over hervorming van het belastingstelsel stelt: *'De faciliteiten voor groen beleggen horen niet in het belastingstelsel. De commissie geeft in overweging de regeling af te schaffen of de budgetten over te hevelen naar het ministerie van Infrastructuur en Milieu.'*¹³⁸ Dit terwijl belastingmaatregelen cruciaal zijn om verduurzaming van de economie te stimuleren. Het Planbureau voor de Leefomgeving adviseert dan ook om juist wel gebruik te maken van fiscale instrumenten.¹³⁹

Financiële, sociale en ecologische afwegingen nog onvoldoende geïntegreerd

Zoals hiervoor aangegeven zal er in Nederland op financieel, sociaal en ecologisch gebied nog het nodige veranderen. Het volstaat hierbij niet deze terreinen elk afzonderlijk te beschouwen. Uiteindelijk gaat het erom een goede balans te vinden tussen alle drie de dimensies, waarbij ingewikkelde afwegingen moeten worden gemaakt. De moeilijkheid daarbij is dat financiële indicatoren al lang ontwikkeld en veel gebruikt zijn, terwijl dat voor sociale en ecologische indicatoren veel minder het geval is. Ook daardoor wegen de financiële voordelen vaak zwaarder.

De laatste jaren is veel werk verzet rond het meten van economische vooruitgang met bredere indicatoren dan het bbp. Daarbij is er meer oog gekomen voor vrije tijd en andere zaken die niet in het bbp tot uiting komen, zoals voorraadgrootheden (kapitaal en schuld), verdelingsaspecten en milieu.

De OESO publiceert bijvoorbeeld een uitgebreid overzicht van internationaal vergelijkbare sociale indicatoren voor onder meer ongelijkheid, armoede en subjectief welbevinden in OESO-landen.¹⁴⁰ Dit overzicht, *Society at a glance*, wordt om de drie jaar gepubliceerd. Het nieuwste overzicht, van begin 2014, is gebaseerd op data over 2012. De Europese Commissie werkt aan een sociaal scorebord, als aanvulling op de indicatoren voor economische onevenwichtigheden.¹⁴¹

Op ecologisch gebied heeft het PBL de Nederlandse voetafdruk opgesplitst in verschillende indicatoren gerelateerd aan de consumptie van energie, voedsel, materialen en water. Deze afzonderlijke indicatoren maken het mogelijk om beter te sturen op afzonderlijke beleidsthema's. Zo kan gericht worden gestuurd op efficiëntere productie, bijvoorbeeld door vermindering van watergebruik in internationale productieketens, of verandering van consumptiepatronen, zoals minder vleesconsumptie.¹⁴² De OESO publiceert een voorlopige serie indicatoren voor groene groei.¹⁴³

De Monitor Duurzaam Nederland brengt een brede set aan indicatoren samen. Deze monitor is een gezamenlijke publicatie van CBS, CPB, SCP en PBL. In de huidige opzet, die in 2011 werd

Meervoudige waardecreatie en -vernietiging in het bedrijfsleven

Op initiatief van enkele maatschappelijke organisaties hebben 13 grote Nederlandse bedrijven, toegezegd hun impact op de natuur en het welzijn van mensen zichtbaar te gaan maken. Het bedrijf Puma ging hen hierin voor en berekende de milieukosten van haar hele productieketen volgens de methode van True Price.¹⁴⁵ Het is één van de methoden die nu worden ontwikkeld. Andere zijn ontwikkeld door Karen Maas van de Erasmus Universiteit Rotterdam voor pensioenuitvoerder PGGM¹⁴⁶ en door Steward Redqueen voor de bank Standard Chartered.¹⁴⁷

gepubliceerd, staan drie aspecten centraal: de huidige kwaliteit van leven, kosten en risico's voor volgende generaties en de Nederlandse invloed op de kwaliteit van leven in andere landen. Inmiddels zijn er twee updates geweest van de duurzaamheidsindicatoren uit het rapport.¹⁴⁴

Hoewel de Monitor Duurzaam Nederland bedoeld is als basis voor beleidsvorming, blijkt de monitor hier nog nauwelijks voor te worden gebruikt. Er is dus wel een brede set aan relevante indicatoren beschikbaar, maar hier wordt nog weinig op gestuurd.

In vergelijking met veelgebruikte financiële indicatoren valt op dat de brede set aan duurzaamheidsindicatoren gepresenteerd wordt als een dashboard waarin alleen de richting van de trend wordt weergegeven (positief, neutraal of negatief). Hetzelfde geldt voor de prestatie van Nederland vergeleken met andere EU-landen. Vergeleken met financiële stromen worden deze indicatoren bovendien infrequent en met grote vertraging gepubliceerd. Dat maakt het niet makkelijk om er de gewenste aandacht voor te krijgen en er op te sturen.

In de doorrekening van verkiezingsprogramma's van Nederlandse politieke partijen worden enkele milieu- en sociale indicatoren meegenomen, onder meer op het gebied van uitstoot van broeikasgassen, biodiversiteit, zorg en onderwijs.¹⁴⁸ De nadruk van de totale doorrekening ligt nog steeds op financiële gevolgen, zelfs voor wat betreft de sociale en ecologische aspecten.

In lijn met de WRR concluderen wij daarom dat er meer nodig is om ervoor te zorgen dat er in de beleidsvorming voldoende rekening wordt gehouden met welvaartscreatie in brede zin en met de financiële, sociale en ecologische aspecten van het toekomstige verdienvermogen.¹⁴⁹ De huidige indicatoren bieden meer mogelijkheden dan dat er op dit moment worden benut. Tegelijk zijn duurzaamheidsindicatoren duidelijk nog niet ontwikkeld tot op hetzelfde niveau als de veelgebruikte financiële indicatoren. Er is dan ook behoefte aan de verdere ontwikkeling van relevante kernindicatoren.¹⁵⁰ Hier wordt onder meer aan gewerkt door het Green Growth Knowledge Platform (GGKP), een internationaal samenwerkingsverband waar Nederland ook aan bijdraagt.¹⁵¹

De onmeetbare bronnen van het goede leven

De mens wil weten en zal daarom meten. Alleen al daarom is het belangrijk om naast de financiële indicatoren ook sociale en ecologische indicatoren te plaatsen. Tegelijkertijd is het wel belangrijk ook hiervan de inherente beperkingen te blijven zien. Hoe complex en uitdagend de waardering van wat waardevol is kan zijn illustreert Arjo Klamer met zijn 'boom van het leven'.¹⁵² Hij gebruikt deze om het gesprek te voeren over de waardering van de verschillende bronnen die mensen hebben om hun leven in te richten, om te bepalen waar ze extra aandacht aan moeten besteden en welke veranderingen nodig zijn om het 'goede leven' te leiden. De wortels van deze boom worden gevormd door geloof, hoop en liefde, de stam door de iemands thuis, gezondheid, talenten, vaardigheden en sociale, intellectuele en financiële bronnen. De takken en bladeren zijn de kwaliteiten waar het dagelijks leven uit bestaat: iemands verdiensten, reputatie, macht, invloed, ervaringen en emoties. Al deze zaken zijn waardevol voor iemands leven maar laten zich moeilijk meten, laat staan dat ze in één kwantitatieve maatstaf kunnen worden gecombineerd. Hoe ze te wegen en welke aanpassingen nodig zijn is een proces van ervaring. Wat helpt is geen rekensom, maar wel een gesprek.

5. CONCLUSIE: GEZWICHT VOOR DE SCHULDVERLEIDING

We vatten de belangrijkste conclusies uit de voorgaande hoofdstukken samen en beschrijven het gemeenschappelijke probleem dat hieruit naar voren komt in zowel het financiële als het sociale en het ecologische domein. De afgelopen jaren is Nederland gezwicht voor ‘de schuldverleiding’, de mogelijkheid om via schuld verwachte toekomstige inkomsten nu reeds uit te geven. Nederland voelde zich rijk. Euforie over positieve financiële stromen onttrok gevaarlijk dalende voorraden aan het zicht. De bronnen van ons welzijn, de voorraden aan financieel-, sociaal- en ecologisch kapitaal, werden uitgehoud. We besluiten met de formulering van enkele vuistregels voor de omgang met de schuldvraag.

Uiterlijke kracht verbergt eroderend fundament

We hebben in dit rapport de Nederlandse economie bekeken vanuit een breed welvaartspectief. Economische groei is daarbij geen doel op zich, maar een middel om het welzijn van de bevolking te vergroten. Daarbij keken we niet enkel naar een financiële momentopname of de financiële stromen, maar ook naar de ontwikkelingen van de voorraden: het vermogen en de schulden. De staat van een economie is niet enkel te vangen in financiële termen maar kent ook een sociale en ecologische dimensie. Het sociaal en ecologisch kapitaal bepalen in hoge mate de toekomstige productiecapaciteit van een economie en dragen daarnaast zelfstandig bij aan het welzijn van de bevolking.

We hebben gezien hoe tussen het begin van de jaren '90 en de start van de financiële en economische crisis Nederland zich macro-economisch weliswaar uitermate gunstig ontwikkelde, met hoge groeicijfers en lage werkloosheid, maar dat tegelijkertijd grote onevenwichtigheden ontstonden in de financiële schuld- en vermogensposities. De hypotheekschulden van huishoudens en daarmee de schulden van Nederlandse banken aan buitenlandse beleggers liepen hoog op. Daar stond een vergelijkbare groei van de pensioenvermogens tegenover. Deze positieve ontwikkeling is echter maar ten dele een geruststelling. Een stijging van de rente zal namelijk zowel de last van de hypotheekschulden doen toenemen, als ook de waarde van pensioenrechten en van het huizenvermogen doen afnemen. Nederland is daarmee kwetsbaar voor een rentestijging, een ontwikkeling die vrijwel geheel buiten de macht van Nederland ligt.

Dat de financiële schuldenlast ook nu al de economische ontwikkeling hindert komt doordat de vermogens terecht zijn gekomen bij een ander deel van de bevolking dan de schulden. Bovenop de stijgende inkomens- en vermogensongelijkheid die wereldwijd plaatsvond, leidde de bubbel in de Nederlandse huizenmarkt tot een ongekende overdracht van vermogens. Huizenkopers, veelal jongeren, staken zich steeds dieper in de (hypotheek)schulden en bestaande huizenbezitters, veelal ouderen, profiteerden van de prijsstijgingen. Deze vermogensoverdracht kwam bovenop de vermogensoverdracht via het pensioenstelsel van jongere naar oudere werknemers. Nu de huizenprijzen scherp zijn gedaald resteren voor veel jonge huizenkopers hoge hypotheek-

schulden en een gering opgebouwd pensioenvermogen. Zij kunnen moeilijk verhuizen, wat de doorstroming op de huizen- en arbeidsmarkt belemmert, en daarmee de productiviteitsontwikkeling van Nederland.

De ongelijke verdeling van schulden en vermogens in Nederland tast ook op een fundamenteeler niveau de kracht van de Nederlandse samenleving aan. Het kan het vertrouwen ondermijnen tussen Nederlanders onderling en in hun gemeenschappelijke instituties en zo het sociaal kapitaal aantasten dat zowel in directe zin bijdraagt aan het welzijn, alsook een belangrijke drijver is van het economisch vermogen van een land.

Naast het ontstaan van dit sociale tekort als gevolg van van de economische ontwikkeling stelden we ook vast dat de economische ontwikkeling ten koste is gegaan van het ecologisch kapitaal. Ook hiervoor geldt dat het interen op het ecologisch vermogen lang onzichtbaar blijft als je enkel kijkt naar de economische stromen. Maar ook hier geldt dat als de voorraad onder een kritische grens raakt dit financiële gevolgen heeft. Als de visstand onder een kritische grens zakt is de visser brodeloos. Als de capaciteit om broeikasgassen te absorberen te ver wordt overschreden zal het klimaat drastisch veranderen met grote financiële gevolgen. Daarnaast echter vormen milieu en natuur, net als sociale harmonie, in zichzelf waarden die direct bijdragen aan het welzijn.

Gezwicht voor de schuldverleiding

Zowel op financieel, als op sociaal en ecologisch vlak, was er onvoldoende oog voor de ontwikkeling van voorraadgrootheden. De samenleving concentreert zich sterk op de stroomgrootheden, in het bijzonder de financiële stroom van het bbp, en waant zich hierdoor rijk en welvarend. Dat ondertussen de capaciteit om deze welvaart te behouden wordt ondermijnd, wordt over het hoofd gezien. Daardoor kon het gebeuren dat de schuldontwikkeling, groeiende vermogensongelijkheid en ecologische tekorten zo lang onder de radar bleven en dat daardoor de financiële crisis voor velen als een verrassing kwam.

De huidige financiële en economische crisis is een schuldencrisis. We hebben een te groot voorschot genomen op de toekomst. We hebben dat niet alleen in financieel opzicht gedaan, maar ook in sociaal en ecologisch opzicht. Als samenleving zijn wij gezwicht voor wat je de 'schuldverleiding' kunt noemen: de mogelijkheid die het aangaan van schulden biedt om een voorschot op de toekomst te nemen door verwachte (en naar nu blijkt niet gerealiseerde) toekomstige inkomsten naar voren te halen.

Schuld is niet inherent goed of slecht. Schuld is een belangrijke drijver van de menselijke ontwikkeling. Schuld maakt het mogelijk dat iemand met niets meer dan een goed idee en de wil om dit te realiseren de wereld ook daadwerkelijk kan verbeteren. Schuld biedt mensen de mogelijkheid verwachte toekomstige inkomsten nu reeds te benutten, en maakt zo die inkomsten feitelijk mogelijk. Schuld maakt het mogelijk om van een gedroomde toekomst een realiteit te maken. Zonder schuld zou veel van wat we nu om ons heen zien niet van de grond zijn gekomen. Schuld is daarmee niet alleen één van de eerste, maar ook één van de belangrijkste institutionele innovaties.

Maar net als die andere grote ontdekking, het vuur, is schuld niet alleen een vehikel voor vooruitgang. Het biedt ook de mogelijkheid om de kosten van consumptie door te schuiven naar de toekomst en zo een schuldprobleem te creëren. Onzorgvuldig toegepast, verblind door hoogmoed of ongeduld, kan het mensen in grote problemen brengen. Als toekomstige inkomsten

De moeizame geschiedenis van schuldafschrijving

Dat schulden niet altijd ingelost kunnen worden wordt al heel lang erkend. Al in de bijna 4000 jaar oude wetsteksten van de Babylonische koning Hammurabi staat dat als een boer zijn oogst verliest door slechte weersomstandigheden deze in dat jaar geen rente hoeft te betalen.¹⁵⁴ In de Bijbel werd het principe van de Jubilee beschreven, een algemene schuldkwijtschelding elke 49-jaar.¹⁵⁵

We hoeven overigens niet terug te gaan tot Bijbelse tijden om algemene kwijtschelding van schulden te zien. In de VS werden na de financiële crashes van 1819 en 1929 schulden voor een belangrijk deel kwijtgescholden of via publieke instellingen verlicht.¹⁵⁶

Wel blijkt het kwijtschelden van schulden iets te zijn waar veelal te laat toe wordt overgegaan. Een berucht voorbeeld zijn de schulden van Duitsland na de Eerste Wereldoorlog. In het verdrag van Versailles werden deze niet kwijtgescholden maar juist zwaarder gemaakt. Na de daaropvolgende Tweede Wereldoorlog worden de Duitse schulden wel voor het overgrote deel kwijtgescholden.¹⁵⁷

Meer recent heeft in het kader van het Heavily Indebted Poor Countries schuldafschrijving plaatsgevonden voor veel ontwikkelingslanden. Deze kwamen al in de jaren '80 in de problemen. In eerste instantie bestond de internationale reactie op deze schuldencrisis uit noodleningen in combinatie met strenge bezuinigings- en hervormingscondities. Publieke en private crediteuren weigerden om verliezen te nemen. Voor veel private crediteuren, voor een belangrijk deel Amerikaanse banken, gold dat zij hierdoor zelf in financiële problemen zouden komen. De schulden liepen hierdoor alleen maar verder op. Pas in 1987 neemt Citicorp als eerste bank een grote voorziening voor de onhoudbare schulden in Latijns-Amerika, waardoor er meer mogelijkheden ontstonden voor de noodzakelijke herstructurering. De schulden beginnen pas begin jaren '90 weer te dalen maar blijven op een hoog niveau totdat na twee 'verloren' decennia de schulden alsnog grotendeels worden afgeschreven.¹⁵⁸

onvoldoende blijken om de schulden af te betalen en de rentebetalingen te voldoen is een schuld onhoudbaar. Via schulden kunnen zich grote onevenwichtigheden opbouwen in een samenleving die later in een pijnlijk en langdurig proces weer gerepareerd moeten worden.

Vanuit financieel perspectief is belangrijk dat de verplichtingen die met de schuld gepaard gaan (aflossing en rentebetaling) de draagkracht van de debiteur niet overstijgen. Wordt het geld productief aangewend, bijvoorbeeld geïnvesteerd in een fabriek die producten maakt waar voldoende koopkrachtige vraag naar is, dan kan de schuld worden afbetaald uit de activiteiten die met de schuld worden gefinancierd. Dit draagt bij aan een financieel gezonde economische ontwikkeling. Wordt het geld echter besteed aan consumptie dan neemt het productief vermogen niet toe en genereert de kredietnemer geen extra inkomsten. De schuld moet dan uit andere toekomstige inkomsten worden afgelost. Als die er niet zijn wordt de schuld onhoudbaar.

De schuldvraag waar elke samenleving voor staat is het vinden van een gezonde balans tussen huidige welvaartscreatie en toekomstige lasten en risico's als gevolg van schulden. Hierbij moet niet alleen naar het financiële plaatje worden gekeken, maar ook naar de sociale en ecologische dimensie en de interactie tussen deze domeinen. Ook op sociaal en ecologisch gebied kunnen zich veranderingen voordoen in voorraden die in de toekomst lasten en risico's met zich meebrengen. Uiteindelijk is onze welvaart afhankelijk van deze meervoudige waardecreatie.

Schuld is zo oud als de geschreven geschiedenis, en waarschijnlijk zo oud als de menselijke samenwerking. Problemen met te grote schulden zijn dat ook. Door de hele geschiedenis heen hebben zich onhoudbare schulden opgebouwd. Soms door ongelukkige pech buiten ieders verantwoordelijkheid, zoals een oogst die verloren gaat door extreme weersomstandigheden, vaak ook doordat mensen de verleiding niet kunnen weerstaan vandaag uit te geven wat ze morgen niet kunnen verdienen.

De les van de geschiedenis is ook dat problematische schulden maar beter zo snel mogelijk kunnen worden aangepakt. In vele culturen bestond er dan ook enigerlei vorm van schuldkwijtschelding, soms zelfs op gezette tijden voor iedereen. Een te zware schuldenlast gaat ten koste van de mogelijkheden die mensen hebben zich te ontwikkelen en daarmee van hun productiviteit. Dit maakt de bestaande schuldenlast nog problematischer. Het is daarom voor een samenleving als geheel van groot belang problematische en onhoudbare schulden zo snel mogelijk te erkennen en daar een oplossing voor te vinden.¹⁵³

Ook Nederland staat nu voor de schuldvraag: hoe gaan we de problematische schulden terugbrengen en hoe gaan we voorkomen dat in de toekomst te grote onevenwichtigheden zich weer opbouwen? Deze vraag is relevant voor zowel het financiële, sociale als ecologische terrein. Het is de vraag hoe we als Nederland komen tot een duurzame economische ontwikkeling. Daarbij hanteren wij drie eenvoudige vuistregels voor een gezonde omgang met schuld:

- Wees realistisch in de verwachting over de toekomst.
- Kijk niet alleen naar het financiële plaatje, maar neem ook de sociale en ecologische dimensie mee.
- Pak problematische schulden zo snel mogelijk aan.

6. VIJF KOERSWIJZIGINGEN VOOR NEDERLAND

De financiële en economische crisis hebben het schuldenvraagstuk in Nederland zichtbaar gemaakt. Daarbij gaat de meeste aandacht uit naar de financiële schulden, in het bijzonder die van de overheid. De private schulden, de verdeling van vermogens en schulden en het ecologische tekort blijven onderbelicht. Hierdoor zijn de afgelopen jaren niet de juiste prioriteiten gesteld. Dit heeft de crisis verdiept en het herstel vertraagd. Wij schetsen een vijftal koerswijzigingen om de huidige schuldenproblematiek aan te pakken en nieuwe problematische schulden in de toekomst te voorkomen.

Koerswijziging 1: Geef prioriteit aan private schuldreductie

Sinds het begin van de schuldencrisis is het Nederlandse beleid teveel gericht op het beheersen van de publieke schuld en te weinig op de private schuldenlast. Er is onvoldoende gedaan om beschikbare inkomens van werknemers en kleine ondernemers op peil te houden en het terugbrengen van private schulden te stimuleren. Ondanks de voorzichtig aantrekkende groei zijn de risico's op een balansrecessie aanzienlijk. De groei kan lange tijd laag blijven en een nieuwe periode van economische neergang is zeker niet uitgesloten.

Prioriteit geven aan private schuldreductie betekent dat de overheid niet verder moet bezuinigen en de lasten voor huishoudens niet verder moet verhogen. De sociale partners kunnen inzetten op gedifferentieerde loonstijging. Om de stijging van beschikbare inkomens gepaard te laten gaan met snellere schuldaflossing zijn prikkels nodig, zoals het geleidelijk beperken van ook de renteaftrek voor bestaande hypotheek.

Onze voornaamste aanbeveling is dat de overheid het mogelijk zou moeten maken om, binnen bepaalde grenzen, opgebouwd pensioenvermogen in te zetten om bestaande hypotheekschulden te verminderen en pensioenpremies aan te wenden voor schuldaflossing.¹⁵⁹ Daarbij is een flexibele aanwending van premies nodig omdat het pensioenvermogen van veel jonge huiseigenaren ontoereikend is om hun onderwaarde probleem op te lossen. Bovendien geeft dit starters die hun hypotheek helemaal moeten aflossen de mogelijkheid om minder pensioenvermogen op te bouwen.

Dit vereist een overgang naar een actuairaal faire pensioenopbouw, waarbij de aangroei van pensioenrechten ongeveer gelijk is aan de premie die een deelnemer afdraagt. Deze overgang kent winnaars en verliezers (zie kader).¹⁶⁰ Om de verliezers te compenseren is een bedrag van ruwweg €100 miljard nodig.¹⁶¹ Een compensatieregeling kan worden gefinancierd door de omkeerregeling af te schaffen.¹⁶² Hierdoor wordt uitgestelde belasting op pensioenuitkeringen naar voren gehaald, wat een eenmalige opbrengst oplevert van zo'n €250-300 miljard.¹⁶³ De resterende opbrengst kan worden aangewend voor vermindering van de staatsschuld. Het effect op het overheidssaldo in de toekomst kan beperkt blijven. De belasting op pensioenuitkeringen die vervalt, zal in de loop der jaren stijgen ten opzichte van het bbp, maar daar tegenover staat onder meer een snellere daling van de hypotheekschulden en daarmee van de renteaftrek.

Winnaars en verliezers van actuariel faire pensioenopbouw

Winnaars zijn **jongeren** die niet meer hoeven bij te dragen aan de opbouw van ouderen. Grootste verliezers zijn **werknemers halverwege hun loopbaan die bovenmodaal verdienen**, zij hebben vroeger meebetaald aan de opbouw van anderen, en moeten de eigen opbouw nu volledig zelf betalen.¹⁶⁴ De geschiedenis leert overigens dat de verwachte bijdragen van volgende generaties aan de eigen pensioenopbouw doorgaans tegenvallen.

Verliezers zijn ook de **oudere werknemers (60+) met hoge lonen** die op dit moment de grootste vermogensoverdrachten ontvangen.

Verlies is er ook voor **gepensioneerden**, die de mogelijkheid verliezen om niet ingecalculerde verliezen op de pensioenbeleggingen op te vangen door de premie te verhogen. Iets waarvoor nu overigens ook al nauwelijks ruimte meer is.

Hier staat tegenover dat **iedereen** wint vanwege de verhoogde arbeidsmobiliteit en de mogelijkheid voor uitruil tussen pensioenopbouw en hypotheekaflossing, wat goed is voor de hele economie. Bovendien wordt de Nederlandse economie dan minder gevoelig voor schokken op financiële markten en neemt het draagvlak voor het pensioenstelsel toe.

De invoering van de actuariel faire pensioenopbouw is een ingrijpende wijziging. Tegelijkertijd is het er één waar, nog los van de schuldproblematiek die hier centraal staat, al langer voor wordt gepleit. Dit omdat de wijziging een einde kan maken aan allerlei ongewenste herverdelingseffecten die de arbeidsmobiliteit belemmeren en het draagvlak voor het pensioenstelsel ondergraven. Werknemers en zzp-ers/ondernemers kunnen dan op dezelfde manier pensioen gaan opbouwen, wat de economische dynamiek bevordert. Bovendien zullen de pensioensector en de bankensector hierdoor kleiner worden, wat de gevoeligheid van de Nederlandse economie voor schokken op financiële markten vermindert.

Bovendien is het een geschikt moment om deze omslag plaats te laten vinden. Het omslagpunt van de doorsneesystematiek, de leeftijd waarop een werknemer meer aan rechten gaat ontvangen dan dat deze bijdraagt aan de pensioenpot, ligt nu uitzonderlijk hoog. Om hun financiële buffers te herstellen hebben veel pensioenfondsen namelijk de opbouw van nieuwe rechten verlaagd en/of de premie verhoogd. Daardoor zouden bijna alle werknemers op dit moment meer pensioen kunnen opbouwen als de waarde van nieuwe pensioenrechten ongeveer gelijk wordt aan de afgedragen premie. De keerzijde is dat dit ten koste gaat van de opbouw van gemeenschappelijke buffers. Daardoor ontstaat meer onzekerheid over de toekomstige hoogte van de pensioenen die werknemers voor de stelselwijziging hebben opgebouwd en van de pensioenen die gepensioneerden ontvangen.

Koerswijziging 2: Actieveer vermogens

Nederland kampt met een achterblijvende binnenlandse vraag en lage binnenlandse investeringen. Veel vermogen is geconcentreerd bij een relatief klein aantal huishoudens, bij een deel van de bedrijven en in de pensioenfondsen. Een groot deel van dit geld wordt niet besteed of geïnvesteerd maar belegd in internationale financiële markten. Een deel van het vermogen wordt aangewend voor speculatie op de prijsstijging van bestaande activa, zoals grondstoffen of land, of voor beleggingen die worden beheerd met een korte tijdshorizon. Deze aanwending is niet productief en belemmert een duurzame ontwikkeling van de binnenlandse reële economie.

Naast dit financiële probleem ondermijnt de concentratie van vermogens ook het meritocratisch karakter van de samenleving en daarmee de high trust-basis.

Het activeren van vermogens vereist een tweeledige aanpak:

1. het stimuleren van rechtstreekse private investeringen in reële en duurzame economische activiteiten en
2. het via de overheid geleiden van vermogen naar publieke investeringen en het realiseren van lagere belastingen op arbeid.

Ad 1. Om private investeringen in reële en duurzame economische activiteiten te stimuleren kan worden gedacht aan:

- herinterpretatie van de verantwoordelijkheid van pensioenfondsen jegens hun deelnemers, die belang hebben bij een duurzame economie. Deze verantwoordelijkheid kan bijvoorbeeld worden ingevuld door geconcentreerde lange termijn belangen te nemen in ondernemingen met een groot potentieel voor duurzame waardecreatie, in plaats van passief in een breed aandelenspectrum te beleggen. Een dergelijke strategie moet leidend worden voor het totale vermogensbeheer en niet beperkt blijven tot een relatief klein deel van de beleggingsportefeuille;
- het wegnemen van toezichtprikkel en beperkingen in wetgeving die een dergelijke strategie belemmeren. In het toezicht op pensioenfondsen speelt dit mogelijk bij de focus op spreiding in beleggingsportefeuilles, de nadruk op actuele marktwaarderingen, ontmoediging van actief beheer en veronderstelde diversificatievoordelen van beleggingen in grondstofderivaten. Erken bijvoorbeeld ook de mogelijkheid om risico te reduceren door geconcentreerde deelnemingen die een actieve dialoog tussen investeerder en bedrijf mogelijk maken;
- eigen vermogen financiering bij MKB-bedrijven te stimuleren door het fiscale voordeel van schuldfinanciering te verminderen, bijvoorbeeld door aftrek van rentelasten alleen nog toe te staan tot een bepaalde schuldratio.

Ad 2. Om publieke investeringen in onderwijs, zorg en infrastructuur mogelijk te maken is een evenwichtiger belasting van vermogens nodig. Dit vereist in de eerste plaats het bestrijden van het ontwijken en ontduiken van belastingheffing op privévermogens. Daarnaast verdienen voorstellen voor een hogere belasting op vermogens, en dan met name vermogens die worden aangehouden in de vorm van beleggingen op financiële markten, serieuze overweging. Naast publieke investeringen kunnen de inkomsten uit een hogere belasting van vermogens ook worden gebruikt om de werkgelegenheid en binnenlandse economie te stimuleren door bijvoorbeeld lagere lasten op arbeid en zo de trend van de afgelopen jaren te keren van lagere belasting van kapitaal en vermogen en hogere belastingen op arbeid.

Koerswijziging 3: Vergroen het belastingstelsel

Vergroening van de economie en een efficiëntere omgang met natuurlijke hulpbronnen (circulaire economie) zijn van groot belang voor een stabiele en duurzame ontwikkeling van de Nederlandse economie. Financiële instellingen kunnen een actieve(re) bijdrage leveren aan deze transitie. Deze bijdrage kent zijn financiële beperkingen. Het is de overheid die negatieve externe effecten van grondstoffengebruik, milieuvervuiling en uitstoot van broeikasgassen kan beprijsen zodat de draagkracht van het fysieke systeem niet wordt overschreden. Naast maatregelen op Europees of wereldwijd niveau moeten en kunnen ook op nationaal niveau verdere stappen worden gezet.

De belastingdruk moet worden verhoogd op economische activiteiten die gebruik maken van niet-duurzame energiebronnen, vervuilend zijn en grondstoffen gebruiken die niet op een hoog-

waardige manier kunnen worden hergebruikt. Fiscale vergroening kan worden gecompenseerd door verlaging van andere belastingen, zodat de totale belastingdruk gelijk blijft. Aangezien in Nederland de belastingdruk op bedrijfswinsten en vermogen al aanzienlijk is gedaald en de belastingdruk op arbeidsinkomen juist is gestegen en de werkloosheid hoog is, moet vooral de belasting op arbeid omlaag.

Om de financiële sector optimaal op dit proces te kunnen laten inspelen is het belangrijk dat de richting van fiscale vergroening vanaf het begin duidelijk en onomkeerbaar is. Onzekerheid over de te volgen koers zou een grote belemmering vormen voor investeringen met een langere tijdshorizon.

Koerswijziging 4: Stabiliseer de financiële sector

Financiële instellingen zouden hun doelstelling moeten verleggen naar meervoudige waardecreatie, waarbij financiële resultaten in het verlengde liggen van het bevorderen van een duurzame economische ontwikkeling. Bestaande indicatoren hiervoor moeten verder worden ontwikkeld. De maatschappelijke rol van financiële instellingen moet worden geborgd in hun governance, waardoor de belangen van alle belanghebbenden en de economie als geheel steeds op een zorgvuldige wijze worden afgewogen. De overheid kan dit bevorderen door vermindering van prikkels voor financiële instellingen om los te komen van de reële economie of te veel te sturen op de korte termijn, zoals het beloningsbeleid, de rol van aandeelhouders en de hoogte van het eigen vermogen.

Ook is het belangrijk dat de toezichthouder voldoende bevoegdheden krijgt voor effectief macroprudentieel beleid, zodat essentiële maar impopulaire maatregelen om de opbouw van onevenwichtigheden tegen te gaan niet worden belemmerd door de politieke realiteit. Denk aan de wens van DNB om een limiet te kunnen stellen aan de hoogte van de hypotheek ten opzichte van de woningwaarde (LTV-ratio). Op termijn, als de economie weer aantrekt, dient de LTV-ratio van zijn huidige niveau van ruim 100% geleidelijk te worden teruggebracht naar een niveau van zo'n 80%, zoals gebruikelijk is in de ons omringende landen.

In de pensioensector kan de gevoeligheid voor schokken op financiële markten worden verminderd door duidelijker naar de deelnemers te communiceren dat de pensioenuitkering nooit gegarandeerd kan zijn, maar afhankelijk is van het rendement op beleggingen en daarmee een risico element bevat.

Koerswijziging 5: Stuur op een breder welvaartsbegrip

In de samenleving als geheel moet het brede welvaartsbegrip meer centraal komen te staan en deelaspecten als bbp en consumptie minder nadruk krijgen. Bbp-groei is ook na de crisis niet meer vanzelfsprekend en dat is op zich ook geen probleem voor een rijk land als Nederland. De overheid kan dit bevorderen door zelf ook de aandacht te verleggen naar het genereren van welvaart in brede zin en meer rekening te houden met het toekomstige verdienvermogen. Dit vraagt om meer en beter gebruik van bestaande indicatoren voor verschillende aspecten van welvaart en duurzaamheid.

Planbureaus moeten hiertoe de bestaande *dashboards* verder uitwerken en vooral sneller en frequenter beschikbaar maken. Bij beleidsevaluaties en de doorrekening van verkiezingsprogramma's kunnen sociale en ecologische ontwikkelingen prominenter onder de aandacht worden gebracht door deze eerder te publiceren dan de financiële cijfers.

Een belangrijk aandachtspunt bij de verdere ontwikkeling van duurzaamheidsindicatoren is dat deze niet alleen de milieudruk van economische activiteiten in kaart brengen – een stroomgrootheid, net als het bbp – maar ook de beschikbare voorraad van natuurlijke hulpbronnen.

Naar een schuldbewust land

We hebben een ambitieuze agenda geschetst om te komen tot een duurzaam Nederland. Dat is een schuldbewust land, een land dat niet alleen kijkt naar stromen, maar ook naar verdelingsaspecten en naar de weliswaar minder zichtbare, maar daarom niet minder belangrijke voorraden, zowel financieel als sociaal en ecologisch. Een schuldbewust land is niet een land dat geen schulden meer maakt, maar wel een land dat dit op een verantwoorde manier doet. Een land waarin een bewuste en goed geïnformeerde afweging wordt gemaakt tussen het voordeel dat het aangaan van schulden nu oplevert en de bijbehorende lasten en risico's in de toekomst.

BIJLAGE NOTEN

- 1 CBS Statline, prijsindex bestaande koopwoningen, daling augustus 2008 tot februari 2014.
- 2 SER (2013) Nederlandse economie in stabiel vaarwater: Een macro-economische verkenning, Den Haag: [SER](#).
- 3 WRR (2013) Naar een lerende economie: Investeren in het verdienvermogen van Nederland, Den Haag: [WRR](#).
- 4 OECD (2014) OECD Economic Surveys: Netherlands, Parijs: [OECD](#); OECD (2014) Society at a glance 2014, Parijs: [OECD](#).
- 5 Zie bijlage voor een lijst van deelnemers aan de SFL-bijeenkomsten en de geïnterviewden.
- 6 In december 2012 is de index volgens Eurostat -53 voor Nederland en -40 voor de eurozone gemiddeld.
- 7 SER (2013) Nederlandse economie in stabiel vaarwater: Een macro-economische verkenning, Den Haag: [SER](#).
- 8 Een datareeks die verder teruggaat dan 1982 is niet beschikbaar. De grafiek geeft uitstaande kredieten aan ingezetenen van de eurozone weer, ongeveer 95% van deze kredieten is binnenlands. Cijfers over private kredieten binnen Nederland gaan niet verder terug dan 1990.
- 9 M. Koymans en J. Ramaker (2009) Overwaarde en koerswinsten waren jarenlang bron voor extra consumptie door huishoudens, CBS, [Socialeconomische trends](#), 4e kwartaal 2009.
- 10 DNB (2013) Minder geld in de huishoudportemonnee, [DNBulletin](#).
- 11 DNB, statistische tabel 8.3.
- 12 CPB (2002) Centraal Economisch Plan 2003, Den Haag: [CPB](#). Zie ook B. van Praag en E. Smith (2012) Het pensioengat van Nederland: een poging tot verklaring, [MeJustice](#).
- 13 DNB, statistische tabel 8.4.
- 14 DNB (2013) Minder geld in de huishoudportemonnee, [DNBulletin](#).
- 15 EC (2013) Taxation trends in the European Union. Gebaseerd op het [Rapport](#) en tabellen C.2_T en C.3_T in de [Data annex](#).
- 16 Dit veroorzaakt ook een vertekend beeld van het spaargedrag. Het CBS telt ingehouden winsten namelijk niet mee in het beschikbaar inkomen. Deze vertekening verklaart echter niet de hele omslag in spaargedrag.
- 17 CBS Statline, samenstelling vermogen; particuliere huishoudens naar kenmerken.
- 18 K. Knot (2013) De spaarzin en schuldenlast van de Familie NL, Afscheidssymposium Jan Hommen 23 september.
- 19 J. Witteveen (17 mei 2014) The meaning of our enormous structural current account surplus: A neglected opportunity, [ESB](#), Vol 4685, p. 294-298.
- 20 Panteia (2013) De financiële positie van het MKB in 2013 en 2014.
- 21 ECB (2014) Access to finance of SME's in the euro area.
- 22 Het MKB in beeld (2014).
- 23 Europese Commissie (2013) SMEs' Access to Finance survey.
- 24 Panteia (2013) Bedrijfsfinanciering: zo kan het ook!
- 25 Duffhues en De Goeij (2010) Het investerings/financieringsgedrag van rechtspersoonlijksbezittende ondernemingen, Universiteit van Tilburg.
- 26 Panteia (2013) De financiële positie van het MKB in 2013 en 2014.
- 27 DNB en AFM (2009) Risico's op de hypotheekmarkt voor huishoudens en hypotheekverstrekkers, [Gezamenlijk rapport](#); DNB (2011) [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), april 2011, nr. 13, p. 19.
- 28 DNB (2000) Het bancaire hypotheekbedrijf onder de loep, [DNB rapport](#).

- 29 Doorgaans wordt hierbij verwezen naar maatschappelijke druk. Rabobank stelt echter dat banken vanaf 1999 verplicht waren het tweede inkomen geheel mee te tellen, op basis van de Algemene wet gelijke behandeling. Zie R. van de Belt et al. (2013) Over de waardering van woningen, [Rabobank Special](#).
- 30 Sinds 2012 mogen banken van de AFM het tweede inkomen nog maar voor een derde meetellen.
- 31 DNB en AFM (2009); DNB (2011).
- 32 Bij een looptijd van 30 jaar, hypotheekrente van 6% en renteaftrek tegen een tarief van 40%.
- 33 DNB (2010) [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), november 2010, nr. 12, p. 21.
- 34 Tijdelijke commissie Huizenprijzen (2013) Kosten Koper: Een reconstructie van 20 jaar stijgende huizenprijzen. [Eindrapport](#); F. van Dam en M. Eskinasi (2013) Woningprijzen: bepalende factoren en actoren. Een overzicht uit bevindingen van studies van het PBL. Den Haag: [PBL](#).
- 35 CBS Statline, Bouwen en wonen, Bewoonde woningen; inkomen bewoners.
- 36 [Trouw](#) (2000) Stop te hoge hypotheekrentes, 21 januari.
- 37 DNB (2000) Het bancaire hypotheekbedrijf onder de loep, [DNB rapport](#).
- 38 IMF (2001) The Netherlands 2001 Article IV Consultation: [Preliminary Conclusions](#).
- 39 Brief van de Minister van Financiën (8 maart 2000) [Kamerstuk](#) 26800 IXB nr. 26.
- 40 Zie voor een uitgebreidere beschrijving de [achtergrondnotitie](#) bij de inbreng van SFL-leden voor de Commissie Structuur Nederlandse Banken.
- 41 J. de Haan en M. van Leuvensteijn (2012) Nederlandse banken: hoog niveau leningen ten opzichte van spaartegoeden, [MeJustice](#).
- 42 Voor een uitgebreide uitleg, zie C. van Dixhoorn (2013) Full reserve banking: An analysis of four monetary reform plans. A [study](#) for the Sustainable Finance Lab.
- 43 ACM (2013) Concurrentie op de hypotheekmarkt: Een update van de margeontwikkelingen sinds begin 2011. Den Haag: [ACM](#).
- 44 M. Dijkstra en M.P. Schinkel (2012) Hollands hoge hypotheekrentes, [ESB](#) Jaargang 97 (4645), 12 okt 2012.
- 45 J. Jansen, M. Bijlsma, M. Kruidhof en C. Pattipeilohy (2013) [DNB Occasional Study](#) Vol. 11, No. 1; zie ook DNB (2013). [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), voorjaar 2013, nr. 17, p. 25-26.
- 46 J. Lukkezen en W. Sluyter (2013) Naar een prudent niveau van de overheidsschuld, [CPB Policy Brief](#) 2013/05.
- 47 Bedrijven en financiële instellingen worden niet apart weergegeven, omdat deze uiteindelijk eigendom zijn van huishoudens of van de overheid.
- 48 Als de rente daalt, neemt de huidige waarde van verwachte toekomstige pensioenuitkeringen toe. De 10-jaarsrente daalde van circa 9% in 1990 naar 2% in 2012. Eind jaren '90 was het totaal aan premies lager dan de uitkeringen, pensioenfondsen verleenden toen premiekortingen waardoor hun reserves afnamen. Na het barsten van de dotcom-bubbel werden de premies weer hoger dan de uitkeringen, over de periode 2002-2012 bedroeg de totale netto instroom in pensioenfondsen circa €60 miljard.
- 49 Zie DNB (2012) [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Voorjaar 2012, nr. 15.
- 50 Centraal Fonds Volkshuisvesting (2013) Sectorbeeld 2013.
- 51 G. Marlet, J. Poort en C. van Woerkens (15 mei 2009) Verzilver het Stenen dividend, [ESB](#), Nr. 4560, p. 294-297.
- 52 In 2011 bepaalde het CFV de marktwaarde op een andere manier, waardoor de cijfers nog hoger waren. Het balanstotaal kwam toen uit op €296 miljard en het eigen vermogen op €171 miljard. Zie [Centraal Fonds Volkshuisvesting](#), De corporatiesector in cijfers, De cijferoverzichten van het CFV bevatten geen toelichting op de gewijzigde waarderingmethode.
- 53 [Centraal Fonds Volkshuisvesting](#), De corporatiesector in cijfers.

- 54 F. van Es en H. Kranendonk (2014) Vermogensschokken en consumptie in Nederland, [CPB Achtergronddocument](#).
- 55 Tot 2001 was verzilvering van de overwaarde ook mogelijk via ophoging een bestaande hypotheek en tot 2003 nog via ophoging bij verhuizing, daarna kwam een ophoging voor consumptieve uitgaven niet meer in aanmerking voor renteaftrek. Zie ook DNB (5 feb 2013). De Nederlandse spaarparadox, [DNBulletin](#).
- 56 DNB (2014) Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland, voorjaar 2014, nr. 19. Amsterdam: [DNB](#).
- 57 [EC](#) (2014) Aanbeveling voor een AANBEVELING VAN DE RAAD over het nationale hervormingsprogramma 2014 van Nederland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2014 van Nederland.
- 58 DNB (2009) Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland, november 2009, nr. 10. Amsterdam: [DNB](#).
- 59 Rijksoverheid, [Financieel Jaarverslag van het Rijk 2012](#).
- 60 Rijksoverheid, [Financieel Jaarverslag van het Rijk 2012](#).
- 61 Rentelasten berekend op basis van CBS [tabel over hypotheekrenteaftrek](#) en tabel renteaftrek en CBS Statline, [Vrijstellingen en aftrekposten inkomstenbelasting; particuliere huishoudens](#); renteaftrek berekend op basis van Rijksoverheid (2012) [Analyse over de toekomstbestendigheid van de hypotheekrenteaftrek](#). Dit levert hogere cijfers op dan de WoON-enquête suggereert, zie CBS (2010) Het wonen overwogen: De resultaten van het WoonOnderzoek Nederland 2009. Den Haag: [CBS](#). Het SER-advies Nederlandse economie in stabielere vaarwater baseert zich ook op de WoON-enquête. De CBS tabel en CBS Statline lijken betrouwbaarder, want een rentelast van €32 miljard is ongeveer 5% van de hypotheekschuld.
- 62 Commissie Structuur Nederlandse Banken (2013) Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen, [Adviesrapport](#).
- 63 Minister van Financiën (8 juli 2013) [Wetgevingsbrief](#) op het terrein van de financiële markten, kenmerk: FM/2013/1319 M.
- 64 DNB (2014) AFM en DNB verwelkomen belangrijke stappen richting duurzaam pensioenstelsel, [DNB Nieuwsbericht](#), 4 april.
- 65 Minister van Economische Zaken (2014) Kabinetsreactie op rapportage kwartiermaker Nederlandse investeringsinstelling, [Kamerbrief](#) 22 mei.
- 66 DNB (2012) De vermogens van jong en oud [DNBulletin](#).
- 67 OECD (2011) An Overview of Growing Income Inequalities in OECD Countries: Main Findings, Parijs: [OECD](#).
- 68 Commissie inkomstenbelasting en toeslagen (juni 2013) Naar een activerender belastingstelsel. [Eindrapport](#).
- 69 Zie toelichting op CBS Statline. De inkomensstatistiek is gebaseerd op een steekproef. Het inkomen uit aanmerkelijk belang wordt afgekapt om te voorkomen dat een vertekening ontstaat op basis van de kenmerken van het huishouden, bijvoorbeeld van het gemiddelde inkomen per gemeente.
- 70 Schriftelijke toelichting van P.H. van Mulligen, hoofdeconoom CBS, 5 jun 2014.
- 71 W. Salverda et al. (2013) Growing inequalities and their impacts in the Netherlands, [GINI-research country report for the Netherlands](#).
- 72 Pensioenvermogens hebben ook een ander karakter dan overige financiële activa en woningbezit, omdat pensioenrechten in de huidige vorm niet overdraagbaar zijn en komen te vervallen bij overlijden.
- 73 CBS Statline, Samenstelling vermogen; particuliere huishoudens naar kenmerken; W. Salverda et al. (2013) Growing inequalities and their impacts in the Netherlands, [GINI-research country report for the Netherlands](#).
- 74 [de Volkskrant](#) (2014) Rijkste 1% bezit bijna een kwart van alle vermogen, 12 april.
- 75 DNB (2012) De vermogens van jong en oud [DNBulletin](#).

- 76 IMF (2013) Taxing Times. [Fiscal Monitor](#), October 2013.
- 77 B. van Bavel en E. Frankema (2013) Low Income Inequality, High Wealth Inequality. The Puzzle of the Rhineland Welfare States, [CGEH Working Paper](#) No. 50.
- 78 DNB (25 okt 2012) De vermogens van jong en oud. [DNBulletin](#).
- 79 DNB (2013) [Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten](#), juni 2013, nr. 5.
- 80 D. Boeijen, C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2007). Meer evenwicht tussen premie en opbouw. [Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken](#), Nr. 3, p. 79-83; M.L. Vos en M. Pikaart (2007) Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw. [NEA Paper](#), Nr. 4; Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (2010) Een sterke tweede pijler: Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen. [Adviesrapport](#).
- 81 L. Bovenberg (2005) Het optimale pensioencontract. [Netspar Short Notes](#), Nr. 2005-002; D. Boeijen, C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2007). Meer evenwicht tussen premie en opbouw. [Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken](#), Nr. 3, p. 79-83.
- 82 Zie [DNB Statistieken](#), Toezichtgegevens pensioenfondsen en pensioenregelingen, tabellen 8.4, 8.11 en 8.12.
- 83 M. Lever, J. Bonenkamp en R. Cox (28 okt 2013) Eindrapportage 'Voor- en nadelen van de doorsneesystematiek' [CPB Notitie](#).
- 84 D. Boeijen, C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2007) Meer evenwicht tussen premie en opbouw. [Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken](#), Nr. 3, p. 79-83; J. Bonenkamp (2007) Herverdeling in het ouderdompensioen, [ESB](#), Vol. 4512, p. 356-359; M.L. Vos en M. Pikaart (2007) Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw. [NEA Paper](#), Nr. 4; Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (2010) Een sterke tweede pijler: Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen, [Adviesrapport](#); O. van Vliet, J. Been en K. Goudswaard (2011) Pensioenhervormingen, inkomensongelijkheid en armoede onder ouderen internationaal vergeleken, [TPEditigitaal](#), Vol. 5, Nr. 2, p. 5-19.
- 85 L. van Vorselen (2008) Rechtvaardig en solidair pensioen, Deventer: Kluwer.
- 86 Pensioenlab (2014). Het Pensioenlab re(a)geert: Formuleboek 2012-2014. Den Haag: [SMO](#); Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (2010) Een sterke tweede pijler: Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen, [Adviesrapport](#).
- 87 Zie L. Bovenberg (2005). Het optimale pensioencontract. [Netspar Short Notes](#), Nr. 2005-002; D. Boeijen, C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2006) Leeftijdsolidariteit in de doorsneepremie. In: O. Steenbeek en S. van der Lecq (Eds.), Kosten en baten van collectieve pensioensystemen, Deventer: Kluwer, p.147-165.
- 88 Zie bijvoorbeeld de uitspraken van Noordman in [Pensioen Bestuur & Management](#) (mrt 2014) Dubbelinterview met Bas Jacobs en Willem Noordman.
- 89 F. Cordewener, E. Lewin en W. van Zelst (2007) Doorsneepremie: een heel mooi pensioensysteem. [Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken](#), Nr. 3, p. 90-95.
- 90 J.E. Stiglitz (2014) The Innovation Enigma, [Project Syndicate](#), 9 maart.
- 91 R. Layard (2005) Happiness: Lessons from a new science, New York: Penguin Group.
- 92 B.M. Friedman (2005) The moral consequences of economic growth, New York: Knopf.
- 93 [CBS](#) (2014) Nederland presteert bovengemiddeld op thema's Europa 2020, 19 mei 2014.
- 94 R.A. Easterlin (1974) Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence. In Paul A. David and Melvin W. Reder, eds., Nations and Households in Economic Growth: Essays in Honor of Moses Abramovitz, New York: Academic Press.

- 95 M. Hagerty en R. Veenhoven (2003) Wealth and Happiness Revisited – Growing National Income Does Go with Greater Happiness, *Social Indicators Research* 64: 1-27 en B. Stevenson en J. Wolfers (2008) Economic Growth and Subjective Well-Being: Reassessing the Easterlin Paradox, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008 (Spring): 1-87.
- 96 R.A. Easterlin, L.A. McVey, M. Switek, O. Sawangfa, en J.S. Zweig (2010) The happiness-income paradox revisited, *Proceedings of the National Academy of Sciences*.
- 97 J. Helliwell, R. Layard, en J. Sachs (2012) *The World Happiness Report*, Earth Institute.
- 98 R. Layard (2005) *Happiness: Lessons from a new science*, New York: Penguin Group.
- 99 D. Gilbert (2006) *Stumbling on Happiness*, New York: Knopf.
- 100 H. van de Werfhorst (2014) Politieke en sociale gevolgen van ongelijkheid. In: M. Kremer, M. Bovens, E. Schrijvers en R. Went (Eds.), *Hoe ongelijk is Nederland? Een verkenning van de ontwikkeling en gevolgen van economische ongelijkheid*. Den Haag: [WRR](#).
- 101 J.D. Ostry, A. Berg en C.G. Tsangarides (2014) Redistribution, Inequality and Growth, [IMF Staff Discussion Note](#) No. 14/02.
- 102 R. Went (2014) Inkomensongelijkheid en groei. In: M. Kremer, M. Bovens, E. Schrijvers en R. Went (Eds.), *Hoe ongelijk is Nederland? Een verkenning van de ontwikkeling en gevolgen van economische ongelijkheid*, Den Haag: [WRR](#).
- 103 OECD (2012) *Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth* (chapter 5), Paris: [OECD](#). Zie ook Mullainathan S. en E. Shafir (2013) *Schaartse; hoe gebrek aan tijd en geld ons gedrag bepalen*, Maven publishing.
- 104 E.-M. Sent (7 feb 2014) Hoog tijd om ongelijkheid in de samenleving aan te pakken. [MeJustice](#).
- 105 H. van de Werfhorst (2014) Politieke en sociale gevolgen van ongelijkheid. In: M. Kremer, M. Bovens, E. Schrijvers & R. Went (Eds.), *Hoe ongelijk is Nederland? Een verkenning van de ontwikkeling en gevolgen van economische ongelijkheid*. Den Haag: [WRR](#). Zie ook I. S. Akçomak en B. ter Weel (2009) *The Impact of Social Capital on Crime: Evidence from the Netherlands*, [CPB Discussion Paper](#) No 136, December.
- 106 R.G. Wilkinson en K. Pickett (2009) *The Spirit Level: Why Greater Equality Makes Societies Stronger*. New York: Bloomsbury Press.
- 107 Zie DNB (2014) [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), voorjaar 2014, nr. 19.
- 108 Tomas Sedlacek (2012) *De economie van goed en kwaad*, Scriptum.
- 109 P. Dekker en J. den Ridder (2014) Politiek vertrouwen 1997-2013: van 'high trust' naar Europees bovengemiddeld, [SCP](#), Continu Onderzoek Burgerperspectieven 2014-1.
- 110 Zie Sven Hulleman (stichting 'Restschulds Eerlijk Delen') in: M. Canoy en R. Fransman (2014) *Private schulden: uitzieken of amputeren?* [Follow the Money](#), 15 april.
- 111 R.G. Rajan (2010) *Fault lines: How hidden fractures still threaten the world economy*. Princeton: Princeton University Press.
- 112 C. Crouch (2009) *Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime*. *The British Journal of Politics & International Relations*, Vol. 11, No. 3, p.382-399; W. Streeck (2013) *Gekaufte Zeit*, Suhrkamp.
- 113 Minister voor Wonen en Rijksdienst (2014) Update ontwikkeling restschulden. [Kamerbrief](#) 2 april.
- 114 J. Klijnsma (2014) Verkenning voorstel RMU, [Kamerbrief](#) 17 juni.
- 115 Commissie inkomstenbelasting en toeslagen (Commissie Dijkhuizen) (2013) *Naar een activerender belastingstelsel*. [Eindrapport](#).
- 116 B. van Bavel (2014) Winst op vermogen belasten is fair en nodig, in: het Financieele Dagblad, 3 juni.
- 117 DNB (2014) Jaarverslag 2013, Amsterdam: [DNB](#); M. Lever, J. Bonenkamp en R. Cox (2013) *Eindrapportage 'Voor- en nadelen van de doorsneesystematiek'* [CPB Notitie](#).
- 118 Ministerie van VROM (1989) Nationaal Milieubeleidsplan (NMP) [Kamerstuk](#) 21 137, Nr. 5.

- 119 Zorgen voor Morgen (1988) Eerste nationale milieubalans, Rijksinstituut voor Volksgezondheid en Milieu RIVM.
- 120 WRR (1999) Generatiebewust beleid. WRR rapport nr. 55. Den Haag: [WRR](#).
- 121 World Bank [World Development Indicators](#). Adjusted savings: natural resources depletion.
- 122 Global Footprint Network (2012) [National Footprint Accounts](#), 2012 Edition.
- 123 International Energy Agency (2013) CO₂ emissions statistics [online data](#).
- 124 International Energy Agency (2014) The Netherlands [Overview](#).
- 125 PBL (2014) Costs and benefits of climate change adaption and mitigation.
- 126 PBL (2012) Balans van de Leefomgeving 2012. Den Haag: [PBL](#).
- 127 OECD (2012) OECD Environmental Outlook to 2050: The Consequences of Inaction. Parijs: [OECD](#).
- 128 J.H. Brown et al. (2014) Macroecology meets macroeconomics: Resource scarcity and global sustainability. [Ecological Engineering](#), Vol. 65, p. 24-32.
- 129 E. de Visser et al. (2011) Overheidsingrepen in de energiemarkt: Onderzoek naar het Nederlandse speelveld voor fossiele brandstoffen, hernieuwbare bronnen, kernenergie en energiebesparing, Utrecht: [Ecofys](#); PBL (2012) Voorwaarden voor vergroening van de economie, Den Haag: [PBL](#).
- 130 E. Drissen, A. Hanemaaijer en F. Dietz (2011) Milieuschadelijke subsidies, [PBL-Notitie](#).
- 131 PBL (2012) Voorwaarden voor vergroening van de economie, Den Haag: [PBL](#).
- 132 A. Faber (2013) Noodzaak en kans voor groen industriebeleid in de Nederlandse economie, [WRR webpublicatie](#) nr. 75.
- 133 H. Stolwijk (2011) Groene groei: een wenkend perspectief? [CPB Policy Brief](#) 2011/12; R. van de Belt, D. Piljic en H. Stegeman (2012) Economische stagnatie als vooruitzicht, [MeJustice](#); R.J. Gordon (2012) Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds, [NBER Working Paper](#) No. 18315.
- 134 Zie voor verder uitgewerkte voorstellen langs deze lijn J. Ryan-Collins, T. Greenham, G. Bernardo en R. Werner (2013) Strategic Quantitative Easing, [New Economics Foundation](#) en W. Boonstra (2013) Monetaire verruiming moet uit de taboesfeer, Het Financieele Dagblad, 25 november.
- 135 A. Faber (2013) Noodzaak en kans voor groen industriebeleid in de Nederlandse economie, [WRR webpublicatie](#) nr. 75.
- 136 H. Stolwijk (2011) Groene groei: een wenkend perspectief? [CPB Policy Brief](#) 2011/12; R. van de Belt, D. Piljic en H. Stegeman (2012) Economische stagnatie als vooruitzicht, [MeJustice](#), 12 oktober; R.J. Gordon (2012) Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds, [NBER Working Paper](#) No. 18315.
- 137 SER (2013) Energieakkoord voor duurzame groei. Den Haag: [SER](#).
- 138 Commissie inkomstenbelasting en toeslagen (juni 2013) Naar een activerender belastingstelsel. [Eindrapport](#).
- 139 PBL (2013) Wissels omzetten: Bouwstenen voor een robuust milieubeleid voor de 21e eeuw. Den Haag: [PBL](#).
- 140 OECD (2014) Society at a glance 2014. Parijs: [OECD](#).
- 141 EC (2013) The future of the Economic and Monetary Union: Commission proposes ideas to deepen social integration, [EC Persbericht](#), 12 oktober.
- 142 PBL (2012) De Nederlandse voetafdruk op de wereld: hoe groot en hoe diep? Den Haag: [PBL](#).
- 143 [OECD Statistics](#), Green Growth Indicators.
- 144 CBS (2009) Monitor Duurzaam Nederland. Den Haag: [CBS](#); CBS (2011) Monitor Duurzaam Nederland. Den Haag: [CBS](#); [Update juli 2013](#); [Update indicatoren duurzaamheid](#) januari 2014.
- 145 Zie website [TruePrice](#).

- 146 K.E.H. Maas (2009) Corporate Social Performance: From Output Measurement to Impact Measurement, ERIM Ph.D. Series Research in Management; S. van de Dool-Gietman en K.E.H. Maas (2011) Effectmetingen bij gerichte ESG-beleggingen: Op zoek naar duidelijkheid in maatschappelijk rendement, Financial Investigator.
- 147 Zie 'Impactstudy for Standard Chartered in Africa' op website [Steward Redqueen](#).
- 148 CPB en PBL (2012) Keuzes in Kaart 2013-2017: Een analyse van tien verkiezingsprogramma's. Den Haag: CPB en PBL; [CPB en PBL](#) (2010) Keuzes in Kaart 2011-2015: Effecten van negen verkiezingsprogramma's op economie en milieu. Den Haag: [CPB](#).
- 149 WRR (2013) Naar een lerende economie: Investeren in het vermogen van Nederland, Den Haag: [WRR](#).
- 150 PBL (2012) Voorwaarden voor vergroening van de economie, Den Haag: [PBL](#).
- 151 Green Growth Knowledge Platform (apr 2013) Moving towards a Common Approach on Green Growth Indicators [GGKP Scoping Paper](#).
- 152 Arjo Klamer (te verschijnen) The Sources for doing the right thing. What we own and possess: About richness and poverty. Zie ook A. Klamer (2002) Accounting for social and cultural values. [De Economist](#), Vol. 150, No. 4, p.453-473.
- 153 D. Graeber (2011) Debt: the first 5000 years, Melville House.
- 154 Hammurabi (1800-1700vChr) [Code of Laws](#), regel 48.
- 155 Leviticus 25:8-13.
- 156 A. Mian en A. Sufi (2014) [Debt Forgiveness In History](#), 18 mei.
- 157 A. Ritschl (2012) Transfers Small, Debt Relief Big: The Marshall Plan, Postwar Germany, and the Historical Roots of the Eurozone Debt Crisis, [Paper](#) presented at the Social Science and Policy Forum, University of Pennsylvania, 2 Nov 2012.
- 158 Tom Crowley (1993) The Role of Commercial Banks in the Latin American Debt Crisis, [Trócaire Development Review](#), 1993, p. 9-29.
- 159 Dit vraagt om aanvullend beleid zodat opgebouwd vermogen behouden blijft bij de overstap van een koopwoning naar een huurwoning. Zie ook Verbond van Verzekeraars (april 2014) Mee met de tijd, naar een toekomstbestendig pensioenstelsel, Den Haag: [Verbond van Verzekeraars](#).
- 160 J. Bonenkamp, R. Cox en M. Lever (2014) Afschaffen doorsneesystematiek wenselijk maar kostbaar, [ESB Pensioenen](#), Vol. 4676, p. 26-29.
- 161 Zie M. Lever, J. Bonenkamp en R. Cox (2013) Eindrapportage 'Voor- en nadelen van de doorsneesystematiek' [CPB Notitie](#), 28 oktober.
- 162 Het idee om de omkeerregeling af te schaffen is niet nieuw, zie bijvoorbeeld A. de Vos (2012) Nederland: puissant rijk, maar gierig als een oude vrek, [MeJudice](#), 19 maart; A. Boot en L. Bovenberg (2012) Hevel hypotheek over van banken naar overheid, [MeJudice](#), 25 april; J. Evers (2012) Trek vijfhonderd miljard weg bij de Nederlandse financiële sector, [MeJudice](#), 17 juli.
- 163 De eenmalige opbrengsten van afschaffing van de omkeerregeling zijn afhankelijk van het effectieve belastingtarief op toekomstige pensioenuitkeringen. Gedetailleerde schattingen zijn niet beschikbaar. Bij een gemiddeld tarief van 25% gaat het om ruwweg €250 miljard. Bestaande tariefverschillen tussen inkomsten van werkenden en gepensioneerden kunnen worden vermindert via een verlaging van de inkomstenbelasting en/of fiscalisering van de AOW.
- 164 L. Bovenberg en B. Boon (2010) Now is the time: Overstap naar degressieve pensioenopbouw is nu wenselijk en mogelijk, [NEA Paper](#) Nr. 36 en [Netspar presentatie](#).

BIJLAGE GERAADPLEEGDE PERSONEN

De volgende personen hebben hun bijdrage geleverd aan de discussie die voorafging aan dit rapport.¹

SFL-publieksavond 'Geldschepping en Schuldenlast', 26 november 2012

- Dirk Bezemer (RUG, SFL)
- Jaap van Duijn
- Aerd Houben (DNB)
- Michiel Bijlsma (CPB)

SFL-sessie tijdens de Filosofie Nacht 'Het geweten van geld', 12 april 2013

- Herman Wijffels (UU, SFL)
- Jan Marijnissen (SP)
- Helen Toxopeus (EUR)
- Rutger Claassen (UU)

SFL-publieksavond 'Naar een duurzaam verdienmodel voor Nederland', 12 november 2013

- Ewald Engelen (UvA, SFL)
- Alexander Rinnooy Kan (UvA)
- Jaap Smit (CNV)
- Cees Oudshoorn (VNO-NCW)

Geïnterviewd

- Teunis Brosens (ING)
- Hans Stegeman (Rabobank)

Overige leden SFL

- Harald Benink (UvT)
- Peter Blom (Triodos Bank)
- Arnoud Boot (UvA)
- Clemens Kool (UU)
- Klaas van Egmond (UU)
- Arjo Klamer (EUR)
- Mark Sanders (UU)
- Hans Schenk (UU)
- Esther-Mirjam Sent (RUN)
- Irene van Staveren (EUR)
- Bert de Vries (UU)

1 Verslagen en video van de bijeenkomsten zijn te vinden op de website van SFL.