

Macro-economische politiek voor een uitweg uit de crisis (deel II)

De Nederlandse overheid voert tot op heden geen coherente macro-economische politiek en blijft volharden in economisch kostbare symptoombestrijding: het verminderen van het begrotingstekort. De belangrijkste prioriteit voor het beleid zou het balansherstel bij huishoudens, banken en pensioenfondsen moeten zijn.

BAS JACOBS

Hoogleraar aan de
Erasmus Universiteit
Rotterdam

Nederland zit in een diepe balansrecessie door financiële problemen bij huishoudens, banken en pensioenfondsen. De huizenprijzen zijn sinds de piek van augustus 2008 nominaal zo'n 20 procent gedaald, reëel met 28 procent (CBS, 2013a). Dit terwijl eind 2011 de hypotheekschulden 111 procent van het bbp bedragen (CBS, 2012). Ongeveer dertig procent van de huisbezitters heeft inmiddels een negatief eigen vermogen in de eigen woning (DNB, 2013c). Zowel het CPB (2013) als DNB (2013a) verwacht dat de huizenprijzen in 2014 nog verder dalen, maar de daling in het aantal woningmarkttransacties zal tot stilstand komen. De consumptieve bestedingen dalen sinds 2008 onafgebroken tot in 2014, terwijl huishoudens al die jaren ontsparen en interen op hun vermogen. Alle cijfers, hier en elders in dit artikel, komen uit de Macro Economische Verkenningen (MEV) (CPB, 2013), tenzij anders aangegeven.

Schulden van Nederlandse banken hebben een enorme omvang. Ze kampen met een marginale kapitalisatie van zo'n 4,5 procent kaal eigen vermogen op een balanstotaal van ongeveer 440 procent bbp (DNB, 2013b). Noodzakelijke afschrijvingen op vastgoed, mkb-leningen en hypotheekleningen kunnen daarin grote gaten slaan. Van het commercieel vastgoed staat

vijftien procent leeg, terwijl prijzen sinds de piek van 2008 met vijftien procent zijn gedaald (DNB, 2013c). Daarnaast zit ongeveer een kwart van de mkb-leningen in de afdeling bijzonder beheer bij de banken (FD, 2013). De sterk stijgende werkloosheid en de aanhoudende aantastingen van de koopkracht door lastenverzwaringen en bezuinigingen zal meer huishoudens in problemen brengen met hun hypotheekbetalingen.

Nominale dekkingsgraden van pensioenfondsen staan, mede door de zeer lage rente, in het tweede kwartaal van 2013 op 103 procent (DNB, 2013b). Pensioenfondsen korten op de uitkeringen, dit jaar met 0,9 procent en in 2014 naar verwachting met 0,5 procent. Daarnaast worden pensioenpremies verhoogd.

Tegen de achtergrond van balansproblemen in de private sector belast de Nederlandse overheid de economie met een historisch ongekend pakket van ombuigingen en lastenverzwaringen van cumulatief zo'n negen procent bbp tussen 2011–2017. Huishoudens, banken, pensioenfondsen en overheden proberen hun financiële balansen allemaal tegelijkertijd te repareren. Nederland heeft daardoor te maken met bestedingsuitval, economische krimp, sterk stijgende werkloosheid en recordaantallen bedrijfsfaillissementen. Wat is de macro-economische weg uit de economische malaise?

De aandacht voor de overheidsfinanciën in de Nederlandse beleidswereld en de politiek is misplaatst. In het eerste deel van dit artikel (Jacobs, 2013) is reeds betoogd dat de werkelijke problemen van de Nederlandse economie zitten in de private sector, niet bij de overheid. In dit tweede deel wordt stilgestaan bij de rol die overheidsbeleid kan spelen om de balansen in de private sector te helpen herstellen.

BANKWEZEN

De meest wezenlijke problemen in de financiële sector zijn na vijf jaar crisis nog altijd niet opgelost. Nederlandse banken zijn nog steeds (veel) te groot, te complex en politiek te invloedrijk om te falen. Hoewel Nederlandse banken hun kapitaalposities versterken, doen ze dat grotendeels door de kredietverlening

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

te beperken (balansverkortung), deels door winst in te houden en nauwelijks door meer eigen vermogen aan te trekken. Door sterk stagnerende kredietverlening zetten banken een rem op de structurele economische groei (DNB, 2013c).

Iedere euro die Nederlandse banken uitlenen wordt nog altijd met nog geen vijf cent eigen vermogen gefinancierd. Die lage kapitaalratio's zijn, hoewel in lijn met de eisen van Basel III, veel te laag. Perverse prikkels voor banken om excessief risico te nemen, verdwijnen alleen als banken minimaal 25 tot 30 procent eigen vermogen moeten aanhouden. Bij meer *skin-in-the-game* hoeven overheden bovendien veel minder op bankregulering te vertrouwen om risicozoekend bankgedrag te begrenzen. De maatschappelijke kosten van hogere kapitaaleisen zijn verwaarloosbaar, maar hogere kapitaaleisen zorgen wel voor veel grotere macro-economische en financiële stabiliteit (Admati en Hellwig, 2013).

De Nederlandse politiek, maar ook de commissie-Wijffels (2013), zwicht nog steeds voor politieke druk en valse argumenten uit de financiële sector om de kapitaaleisen niet (veel meer) te verhogen (Boot, 2013). Zo suggereren DNB-president Klaas Knot en ministers Dijsselbloem en Kamp bij voortduring dat hogere kapitaaleisen de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven verminderen. Dat is incorrect: eigen vermogen kan immers gewoon worden uitgeleend.

Banken en hun aandeelhouders verzetten zich tegen veel hogere kapitaaleisen, want daardoor dalen aandeelhoudersrendementen. Dat is niet vanwege de hogere kapitaaleisen zelf, maar omdat banken met meer eigen vermogen minder kunnen profiteren van expliciete en impliciete overheids-subsidies op schuldfinanciering. Door die lagere subsidies zullen financieringskosten toenemen en zal krediet bijgevolg duurder worden. Dat lijkt vervalend voor huishoudens en bedrijven. Maar zij worden daarvoor financieel ruimschoots gecompenseerd via lagere belastingen, aangezien de kosten van bankreddingen dalen als banken veiliger worden. Alleen bankiers en aandeelhouders van banken verliezen door hogere kapitaaleisen (Admati en Hellwig, 2013).

Zonder expliciete subsidies (renteaftrek bij hypotheek en bedrijfsschulden) of impliciete subsidies (vanwege het *too-big-to-fail*-probleem) verhogen hogere kapitaaleisen – bij een gegeven risicoprofiel van banken – de financieringskosten van banken niet, ook al lijkt eigen-vermogenfinanciering duurder. Bankbalansen worden immers veiliger vanwege een groter aandeel eigen-vermogenfinanciering. Hierdoor dalen de risicopremies en blijven financieringskosten uiteindelijk gelijk (Admati en Hellwig, 2013).

Daarnaast hebben banken verborgen verliezen op vastgoedportefeuilles, mkb-leningen en hypotheek. Zonder ingrepen knijpen banken met vervuilde balansen de kredietverlening af en vertragen hiermee het economisch herstel of maken dat zelfs onmogelijk. Minister Dijsselbloem dient samen met DNB-president Knot de banken zo snel mogelijk te dwingen verborgen verliezen op bankbalansen af te schrijven en indien nodig te herkapitaliseren. Nederland kan niet nog jarenlang op de bankenunie in de eurozone blijven wachten om zijn eigen banken op orde te brengen.

De reden dat dit na vijf jaar crisis nog niet is gebeurd, is vermoedelijk dat toezichthouders hun eigen reguleringsfalen willen verbloemen en politici hun kiezers niet durven voor te houden dat in het uiterste geval de budgettaire achtervang

van de belastingbetaler vereist is. Gedwongen afschrijvingen op slechte bankbezittingen kunnen leiden tot destabiliserende bankfaillissementen en bankruns op zwakke banken. Als banken zelf geen nieuw eigen vermogen kunnen aantrekken, of al in overheidshanden zijn, dienen ze een gedwongen kapitaalinjectie te krijgen van de overheid. Uiteraard pas nadat verliezen zijn genomen en onder strenge voorwaarden.

De Amerikaanse ervaring laat zien dat, ook in slechte marktomstandigheden, banken met geschoonde bankbalansen in staat zijn nieuw eigen vermogen aan te trekken. Van de herkapitalisaties aldaar is 97 procent door de private sector zelf opgebracht (DNB, 2013c), bijvoorbeeld via claimemissies. Herkapitalisatie belast de overheidsfinanciën niet; tegenover de uitgaven aan herkapitalisaties staan grotere overheidsbezittingen, aangezien de overheid medeaandeelhouder wordt.

De Nederlandse financiële sector is met zijn balansomvang van circa 440 procent bbp niet alleen te groot om te falen, maar ook te groot om te redden. De overheid zal actief beleid moeten voeren om de financiële sector substantieel te verkleinen, in het belang van de Nederlandse belastingbetaler. De financiële sector zou alleen omvangrijk kunnen blijven als die is ingebed in de bankenunie en de kosten van Nederlandse systeemrisico's met de rest van de eurozone gedeeld kunnen worden.

Ook voor de macro-economische politiek is het urgent dat banken zo snel mogelijk weer gezond worden. Het monetaire beleid is inmiddels ineffectief geworden, aangezien de extreem lage ECB-rentes niet goed worden doorgegeven aan consumenten en bedrijven vanwege problemen in het financiële stelsel. Als banken op orde zijn, worden lage ECB-rentes weer doorgegeven en kan het monetaire beleid de economie stimuleren. Dan kunnen de schadelijke gevolgen van begrotingsconsolidatie ook weer worden gedempt via het monetaire beleid.

Overigens kan de ECB meer monetaire stimulans geven dan ze nu doet. Ze kan aan de liquiditeitsval (*zero lower bound*) ontsnappen via voorwaartse begeleiding (*forward guidance*) en kwantitatieve verruiming (Woodford, 2012). Als dit goed uitwerkt, impliceert dat een aantal jaren hogere verwachte inflatie. Huishoudens en bedrijven worden daarvoor aangezet meer te consumeren en te investeren. Problemen in de eurozone worden bovendien draagbaarder als hogere inflatie de waarde van schulden uitholt (Rogoff, 2008). Tot slot is een hogere inflatie wenselijk om de koers van de euro te drukken, aangezien andere centrale banken in de wereld een minder orthodox monetair beleid voeren.

SUBSIDIES OP SCHULD EN OVERHEIDSGARANTIES

Nederland heeft veel private schulden opgebouwd. Een van de belangrijkste oorzaken is dat de overheid dat zeer sterk heeft gestimuleerd via de fiscus. Daarnaast zijn voor honderden miljarden aan expliciete en impliciete staatsgaranties verleend aan de financiële sector, ook indirect via de Europese instellingen zoals de ECB en noodfondsen (Algemene Rekenkamer, 2012). De financiële sector is daarmee het grootste risico voor de Nederlandse overheidsfinanciën. De maatschappelijke kosten van subsidies en garanties op overmatige schuldfinanciering bij banken, bedrijven en huishoudens zijn astronomisch, zoals de crisis heeft aangetoond. Die publieke kosten worden door de private sector niet meegewogen bij financieringsbeslissingen. Het is daarom maatschappelijk op-

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

timaal en gewenst om subsidies en garanties af te bouwen zodat perverse prikkels en systeemrisico's verminderen. Helaas is ook op dit gebied na vijf jaar crisis nog te weinig veranderd.

Met de kabinetsmaatregelen bij de hypotheekrenteaftrek verdwijnt slechts een derde van de subsidie op het eigen huis (CPB, 2012). Daarom subsidieert de overheid hypotheecaire schuldfinanciering nog steeds met circa twee procent van het bbp per jaar. Het blijft van belang het eigen huis op termijn fiscaal onder te brengen in box 3 van de belastingen (al dan niet met een vrijstelling), zoals vrijwel alle Nederlandse economen adviseren (Bovenberg *et al.*, 2012). Als het aftrektarief dan wordt verlaagd naar dertig procent en het eigenwoningforfait wordt verhoogd naar vier procent, wordt geleend en eigen geld fiscaal symmetrisch behandeld. De overheid hoeft dan niet langer de verplichting op te leggen om af te lossen teneinde de groei van hypotheekschulden te verminderen.

Banken profiteren van de aftrekbaarheid van schulden waardoor het financiële stelsel door lange hefbomen instabiel wordt

Ook in de vennootschapsbelasting zouden kosten van zowel vreemd als eigen vermogen symmetrisch moeten worden behandeld. Banken profiteren van de aftrekbaarheid van schulden waardoor het financiële stelsel door lange hefbomen instabiel wordt (Admati en Hellwig, 2013). Ook bedrijven hebben fiscaal gedreven prikkels om zich zo veel mogelijk met schuld te financieren. Die prikkels verdwijnen als de kosten van zowel eigen als vreemd vermogen tegen dezelfde tarieven aftrekbaar zijn in de vennootschapsbelasting. Dat kan geschieden via een geheel of gedeeltelijke vermogensaftrek voor vreemd en eigen vermogen.

HUIZENMARKT

Starters kopen weliswaar nog steeds huizen; tegenover hun geringere hypotheekrenteaftrek staan lagere huizenprijzen. Maar vele doorstromers kunnen door potentiële restschulden niet verhuizen. De huizenmarkt is in een gevaarlijke schulddeflatiespiraal beland. Huishoudens proberen hun hypotheekschulden terug te brengen, waardoor de consumptie daalt, de werkloosheid stijgt en meer bedrijven failliet gaan. Bijgevolg dalen besteedbare inkomens, blijft economische groei uit, komen banken in grotere problemen, houdt de malaise op de woningmarkt aan en komen huishoudens met hypotheekschulden in grotere problemen. Om de schulddeflatiespiraal in de woningmarkt te stoppen, dient de overheid zo snel mogelijk met beleid te komen zodat huishoudens die willen verhuizen hun restschulden kunnen dragen en de woningmarkt weer in beweging kan komen.

Mensen met restschulden zouden in staat moeten worden gesteld om een deel van hun pensioenopbouw (Bovenberg en Jacobs, 2013) of hun pensioenpremies (Bouman, 2013; Fransman, 2013) te gebruiken om restschulden af te lossen, uiteraard in ruil voor een lager pensioen of langer doorwerken. Als pensioenen liquide worden gemaakt, kun-

nen hypotheekschulden verminderen, waardoor huishoudens, banken en overheden hun balansen kunnen verkorten.

De overheid moet verzilvering van pensioenvermogen of vermindering van premiestortingen ten behoeve van verlaging van hypotheekschulden fiscaal neutraal behandelen. Het moet fiscaal niet uitmaken of huishoudens hun pensioenen gebruiken om hypotheekschulden te verlagen. Dat kan door middel van een lager belastingtarief bij waardeoverdracht of niet-gestorte pensioenpremies. Huiseigenaren doen immers afstand van fiscale voordelen bij zowel pensioenopbouw als hypotheekrenteaftrek. De fiscale ondersteuning kan groter zijn voor jongeren; zij profiteren langer van de vrijstellingen van onbelaste vermogensaanwinst bij het eigen huis en pensioen.

De houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt niet aangetast als deze operatie fiscaal neutraal plaatsvindt. Tegenover de uitgespaarde subsidies op de pensioenopbouw en lagere subsidies op hypotheekschulden staat een lager belastingtarief. De overheid krijgt pas in de toekomst minder belastinginkomsten uit de pensioenen, maar zal vandaag meer inkomsten genereren als minder hypotheekrente wordt afgetrokken. De overheid hoeft nu dan minder tekortvermindrende maatregelen te nemen om het begrotingstekort toch lager dan drie procent te houden.

Tot slot kan een hypotheekschuldsaneringsprogramma mensen helpen die geen inkomen meer kunnen verdienen en door gedwongen woningverkoop met een restschuld blijven zitten.

PENSIOENEN

Het huidige pensioenstelsel kent een drietal grote problemen. Allereerst werkt het stelsel procyclisch en verdiept daarmee de recessie. Door de crisis zijn rentes sterk gedaald en nemen de verplichtingen explosief toe. Pensioenuitkeringen en -rechten worden vervolgens gekort of pensioenpremies verhoogd zolang de dekkingsgraden beneden de 105 procent staan. De lagere pensioenuitkeringen en hogere pensioenpremies schaden direct de consumptieve bestedingen. Huishoudens gaan ook meer sparen of aflossen op hypotheekschulden als pensioenrechten afnemen. De voortwoekerende discussies over invoering van een nieuw pensioenstelsel, maar ook de onopgeloste verdelingsconflicten in het bestaande stelsel, zorgen voor wantrouwen en leiden daarmee tot voorzorgsbesparingen. Dit alles dempt de consumptieve bestedingen nog meer en vertraagt de economische groei.

Het tweede probleem zijn de dekkingstekorten in de pensioenfondsen. Er zijn meer pensioenrechten uitgedeeld dan waarvoor is gespaard. Hoe groot dat tekort is, hangt af van de hardheid van pensioentoezeggingen. Als pensioendeelnemers op een inflatie-geïndexeerd en gegarandeerd pensioen rekenen, dan is een nominale dekkingsgraad vereist van 145 procent (CPB, 2011). De dekkingsgraden schommelen thans rond de honderd procent en in dat geval zou de ongedekte rekening in de Nederlandse pensioenvoorziening zo'n 450 miljard euro (75 procent bbp) bedragen. Echter, de inflatie-indexatie is conditioneel op de dekkingsgraad, waardoor de ongedekte rekening lager uitvalt; niet alle indexatiebeloften worden uiteindelijk ingelost. Ook als pensioenrechten zachter zouden worden, dus riskanter, neemt het dekkingstekort af. De verplichtingen nemen af, afhankelijk van hoe zacht die verplichtingen zijn.

Ten derde is zowel het bestaande als het toekomstige pensioencontract incompleet, want het is onduidelijk wie de eigenaar is van mee- en tegenvallers. Dat leidt tot aanhoudende verdelingsconflicten tussen werkenden en gepensioneerden, en voedt het wantrouwen van pensioendeelnemers.

Staatssecretaris Klijnsma (2013) lijkt bij het ontwerp van het Financieel Toetsingskader voor de toekomstige pensioenen nog steeds uit te gaan van de fictie dat pensioenen onvoorwaardelijk zijn. En dit terwijl de pensioenbuffers allang zijn verdampt, pensioenkortingen aan de orde van de dag zijn, pensioenpremies nauwelijks verhoogd kunnen worden en het nominale pensioencontract de facto failliet is zodra de nominale dekkingsgraad onder de honderd procent zakt, zoals bij vele Nederlandse fondsen momenteel het geval is. Pensioenfondsen zijn dan genoodzaakt om pensioenrechten af te boeken, waardoor de nominale garantie geen garantie meer blijkt te zijn. Pensioenfondsen met lage dekkingsgraden beleggen hun vermogen bovendien (terecht) niet risicovrij, waardoor de garantie op een nominaal gegarandeerd pensioen helemaal een luchtspiegeling is geworden.

Klijnsma (2013) stelt nu een mengvorm voor van het bestaande stelsel met harde nominale garanties en een nieuw pensioenstelsel met zachte reële ambities. Na jarenlange discussies lijkt Nederland daarmee te gaan kiezen voor een intransparant en ingewikkeld pensioencontract, dat vrijwel niemand meer begrijpt, pensioendeelnemers schijnzekerheden belooft, praktisch nauwelijks uitvoerbaar is en ongedekte pensioenrekeningen voor pensioendeelnemers versluiert (Bovenberg en Nijman, 2013).

Het zou goed zijn een geheel nieuw pensioenstelsel in te voeren: een verplicht individueel beschikbare premiepensioen, maar zonder enige vorm van risicodeling tussen generaties. Pensioendeelnemers moeten worden verplicht pensioen op te bouwen, maar ze kunnen zelf hun pensioenfonds kiezen. Het pensioencontract is compleet, want iedereen spaart uitsluitend voor zichzelf. Dekkingstekorten en verdelingsconflicten treden niet meer op. Het beleggings-, premie- en uitkeringsbeleid is niet langer meer pro-cyclisch en kan bovendien worden afgestemd op de leeftijd van de pensioendeelnemer.

Risicodeling tussen generaties geeft in potentie een welvaartswinst en is een voordeel van het bestaande pensioenstelsel. Maar risicodeling veroorzaakt ook moreel gevaar en averechtse selectie, die de verzekeringswinsten ondergraven. Door moreel gevaar worden in zowel goede als slechte tijden te veel financiële risico's afgewenteld op jongere en nog niet geboren generaties. Verplichtstelling moet averechtse selectie voorkomen; dat jongere generaties na een negatieve schok, zoals nu, uitstappen uit de pensioenfondsen (discontinuïteitsrisico). Het is echter beter om risicodeling tussen generaties transparant en democratisch gelegitimeerd te organiseren via de overheidsbegroting (schuldpolitiek, AOW) dan via de pensioenfondsen.

De transitie naar een dergelijk nieuw pensioencontract is ingrijpend. Bestaande pensioenrechten en -vermogens moeten worden toegedeeld aan individuele pensioendeelnemers. Verborgene verliezen moeten daarbij worden verdeeld. Een goed doordacht, geleidelijk transitiepad is essentieel. Verliezen worden weliswaar toegedeeld maar niet direct genomen, gezien de fragiele macro-economische situatie. De overheid zou hier een aanvullende rol kunnen spelen om de transitie te ondersteunen door middel van schuldpolitiek.

CONCLUSIES

Het dringt in Den Haag nog steeds onvoldoende door dat Nederland in een balansrecessie zit, met financiële problemen bij banken, hypotheek en pensioenen. Doorgaan op de ingeslagen weg leidt tot Japanse scenario's met weinig groei, voortwoekerende balansproblemen in de private sector en overheidsfinanciën die zich maar niet herstellen. De werkelijke problemen zitten in de private sector, niet bij de overheid, en die moeten worden opgelost. Pas als dat gebeurt zullen ook de overheidsfinanciën zich herstellen.

LITERATUUR

- Admati, A. en M. Hellwig (2013) *The banker's new clothes*. Princeton: Princeton University Press.
- Algemene Rekenkamer (2012) *Risico's voor de overheidsfinanciën*. Den Haag: Algemene Rekenkamer.
- Boot, A. (2013) *Met het oog op morgen*. Interview op Radio 1, 28 juni.
- Bouman, M. (2013) *Huis onder water? Dan geen pensioenpremie*. Publicatie op www.z24.nl, 21 mei.
- Bovenberg, A.L. en B. Jacobs (2013) *Verzilver pensioenrechten om restschulden weg te werken*. Opinie op www.mejudice.nl, 11 oktober.
- Bovenberg, A.L. en T. Nijman (2013) *Waarom een Tilburgse Variant (TiV) op FTK 1+? Netspar Memo*, 23 september.
- Bovenberg, A.L. et al. (2012) *Een betere woningmarkt in zes stappen*. *De Volkskrant*, 23 februari.
- CBS (2012) *Woningwaarde tweemaal zo hoog als hypotheekschuld*. *CBS Webmagazine*, 5 september.
- CBS (2013a) *Statline*. Statistieken op www.cbs.nl.
- CBS (2013b) *Eigen woning van ruim één miljoen huishoudens onder water*. *CBS Webmagazine*, 21 maart.
- Commissie-Wijffels (2013) *Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen – Commissie Structuur Nederlandse Banken*. Den Haag: Ministerie van Financiën.
- CPB (2011) *Herziening pensioencontract onvermijdelijk*. *CPB Policy Brief*, 01.
- CPB (2012) *Juniraming 2012*. *De Nederlandse economie tot en met 2017, inclusief Begrotingsakkoord 2013*. *CPB Policy Brief*, 01.
- CPB (2013) *Macro Economische Verkenning 2014*. Den Haag: Centraal Planbureau.
- DNB (2013a) *Economische ontwikkelingen en vooruitzichten, nr. 5*. Amsterdam: De Nederlandse Bank.
- DNB (2013b) *DNB Statistieken*. Database op www.statistics.dnb.nl
- DNB (2013c) *Overzicht financiële stabiliteit – Najaar 2013, nr. 18*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- FD (2013) *Bedrijven onder toezicht banken*. *Het Financieel Dagblad*, 25 juni.
- Fransman, R. (2013) *Met pensioen hypotheek aflossen*. *Follow the Money*, 13 juni.
- Jacobs, B. (2013) *Macro-economische politiek voor een uitweg uit de crisis (deel I)*. ESB, 98(4669), 576–578.
- Klijnsma, J. (2013) *Follow up consultatie voorontwerp van Wet FTK, 1 oktober 2013*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Rogoff, K. (2008) *Inflation is now the lesser evil*. Publicatie op www.project-syndicate.org, 2 december.
- Woodford, M. (2012) *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound*. Paper gepresenteerd tijdens het Jackson Hole symposium, Columbia University, augustus.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.