

Particulier spaaroverschot problematischer dan begrotingstekort

Zowel het exportoverschot als de buitenlandse besparingen van ondernemingen zijn sterk gestegen sinds de jaren negentig. Tegelijk werd het begrotingstekort teruggedrongen, en hadden huishoudens te maken met afnemende besparingen en hoge schuldgroei – twee trends die beide omkeerden na de crisis. Om huishoudens nu de ruimte te geven hun balans te herstellen moet de overheid het begrotingstekort niet teveel willen terugdringen.

DIRK BEZEMER

Universitair hoofd-
docent aan de
Rijksuniversiteit
Groningen

JOAN MUYSKEN

Emeritus hoogleraar
aan de Universiteit
Maastricht

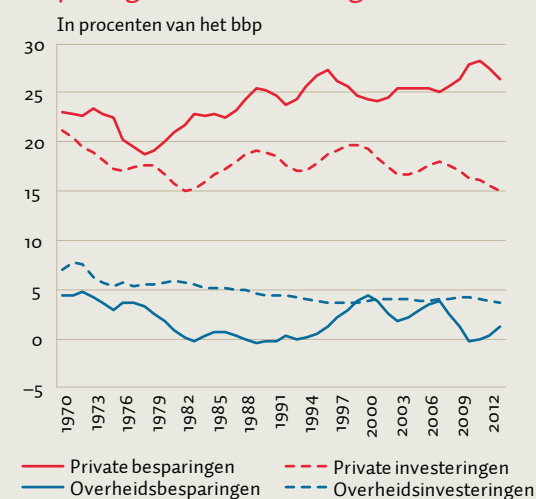
De fixatie op het terugdringen van het begrotingstekort in het politieke debat gaat voorbij aan bredere onevenwichtigheden in de Nederlandse economie: het historisch hoge overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, de groei van bedrijfsbesparingen, de afname van huishoudbesparingen, de hoge huishoudschulden en een zeer omvangrijke financiële sector (Bezemer en Muysken, 2015). Het tekort op de overheidsbegroting is hier eerder een afgeleide van dan een oorzaak.

De lage begrotingstekorten (of zelfs begrotingsoverschotten) sinds het begin van de jaren negentig gingen gepaard met een nooit eerder vertoonde daling van de besparingen van huishoudens. Nederlandse huishoudens hebben nu schulden die tot de hoogste ter wereld behoren. Mede door een inzakkende consumptie heeft de Nederlandse economie sinds 2008 in reële termen procentueel meer bbp verloren dan de Eurozone als geheel, meer dan België of Frankrijk, en zelfs meer dan IJsland of Ierland. De internationale literatuur laat uitvoerig zien dat landen met hoge huishoudschulden lagere groei kennen en na de crisis langere recessies hebben gehad (Mian en Sufi, 2011; Rose en Spiegel, 2011; Sutherland *et al.*, 2011; Frankel en Saravelos, 2012). Het ligt

dus in de rede dat Nederland hier nu ook aan lijdt.

In deze bijdrage willen we, binnen het particuliere spaaroverschot, het markante onderscheid in spaargedrag van huishoudens en ondernemingen laten zien, en het verband met het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans en het begrotingstekort verhelderen. Het onderscheid tussen het spaargedrag van huishoudens en ondernemingen blijft onderbelicht in het beleidsdebat, waardoor de schaduwzijden van de Nederlandse gastvrijheid voor (haar eigen en buitenlandse) multinationals niet scherp worden gezien. Daarnaast wordt onvoldoende onderkend dat meer begrotingsdiscipline noodzakelijkerwijze minder private discipline inhoudt en dus hogere private schulden.

Besparingen en investeringen¹ **FIGUUR 1**



¹driejaars voortschrijdend gemiddelden

Bron: AMECO

HET PARTICULIERE SPAAROVERSCHOT

Naast een begrotingstekort en een overschot op de lopende rekening heeft Nederland een particulier spaaroverschot. In figuur 1 geven wij het verloop weer van zowel de private besparingen en investeringen in Nederland, als die van de overheid. De private investeringen zijn relatief constant ten opzichte van het bbp, maar vertonen een daling vanaf het eind van de jaren negentig. De private besparingen stijgen daarentegen structureel ten opzichte van het bbp, zodat het Nederlandse particulier spaaroverschot oploopt van ongeveer één procent in 1979 tot ruim tien procent in 2013. De overheidsinvesteringen dalen gestaag over de tijd ten opzichte van het bbp, terwijl de overheidsbesparingen een sterk fluctuerend verloop vertonen maar over het algemeen lager zijn dan de investeringen. Als gevolg hiervan kent de overheid een spaartekort dat min of meer correspondeert met een begrotingstekort.

Nu is de som van het spaaroverschot van de particuliere sector en de overheid gelijk aan de lopende rekening van de betalingsbalans (alles inclusief netto-kapitaaloverdrachten). Deze relatie is niet causaal, maar geldt per definitie. Een verandering in een van de drie balansen impliceert een tegengestelde verandering in de som van de andere twee balansen. Maatregelen om een begrotingsoverschot te realiseren vanuit een situatie van begrotingstekort, impliceren daarom altijd een groter tekort (of kleiner overschot) op de particuliere dan wel de betalingsbalans.

Figuur 1 laat zien hoe sterk het particuliere spaaroverschot is gestegen in de loop van de tijd. Dit geldt eveneens voor het betalingsbalansoverschot. In Holinski *et al.* (2012) is beargumenteerd hoe een te groot betalingsbalansoverschot in Nederland bijdraagt aan de structurele onevenwichtigheden binnen het eurogebied – het betekent immers dat elders meer moet worden geïmporteerd dan geëxporteerd. Daarnaast gaan er steeds meer stemmen op die wijzen op de achterblijvende investeringen in Nederland. Bepleit wordt dat meer van de besparingen binnen Nederland moeten worden geïnvesteerd (Kamp *et al.*, 2013; Witteveen, 2014).

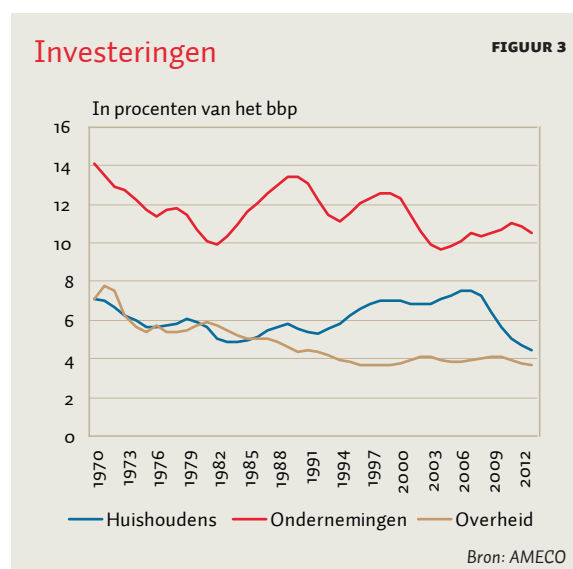
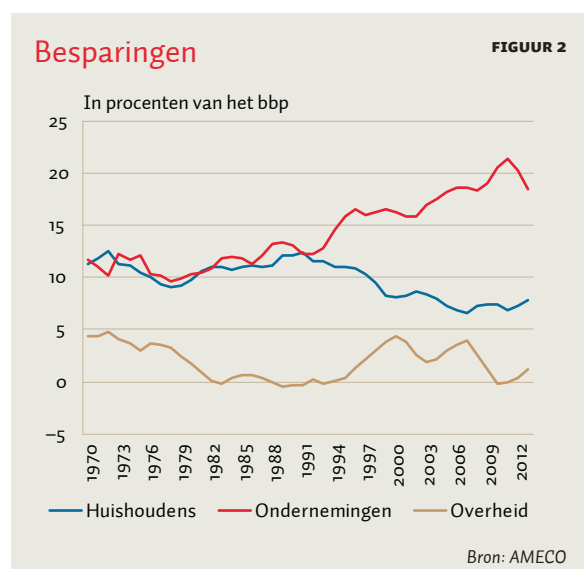
Het is opmerkelijk dat er tot nu toe weinig aandacht is geschonken aan de achtergronden van het particuliere spaaroverschot, met uitzondering van Eggelte *et al.* (2014) en Jansen en Ligthart (2014). In aanvulling op deze auteurs gaan wij nader in op het onderscheid tussen besparingen van gezinnen en die van ondernemingen, alsmede op het verband met de balansen van andere sectoren.

Uit figuur 2 blijkt dat tot begin jaren negentig de gezinsbesparingen (inclusief verplichte pensioenbesparingen) en ondernemingsbesparingen ongeveer gelijk zijn en fluctueren rond twaalf procent van het bbp. Vervolgens lopen de ondernemingsbesparingen echter sterk op tot ongeveer twintig procent van het bbp, terwijl de besparingen

Het particulier spaaroverschot en het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans zijn de afgelopen decennia sterk gestegen

van gezinnen dalen tot rond zeven procent van het bbp. De stijging van de private besparingen in figuur 1 is dus geheel toe te schrijven aan de toegenomen ondernemingsbesparingen. In figuur 3 is zichtbaar dat de ondernemingsinvesteringen dalen sinds het eind van de jaren tachtig, maar dat deze daling tot 2007 deels wordt gecompenseerd door een stijging van de investeringen bij huishoudens – vooral de investeringen in woningen. Ook hier dus weer tegengestelde ontwikkelingen bij huishoudens en ondernemingen.

Voorzover besparingen niet worden gebruikt om te investeren, worden zij aan anderen uitgeleend of opgepot.



Deze spaaroverschotten zijn weergegeven in figuur 4. De figuur laat zien dat het spaaroverschot van ondernemingen een gestaag stijgende trend vertoont. Sinds het begin van de jaren negentig is dit overschot voortdurend gestegen van nul tot – zeer recent – ongeveer tien procent van het bbp. Dat betekent dat sinds begin jaren negentig de ondernemingen hun besparingen minder investeerden in Nederland en meer zijn gaan uitzetten in het buitenland, dan wel hebben opgepot (Leering en Schotten, 2012). Deze ontwikkeling is vooral toe te schrijven aan de gestegen spaardrift van multinationale ondernemingen, samenhangend met de lage dividenduitkeringen en het fiscale regime (Jansen en Ligthart, 2014).

Ondernemingen investeren hun besparingen minder in Nederland, maar investeren meer in het buitenland of potten hun besparingen op

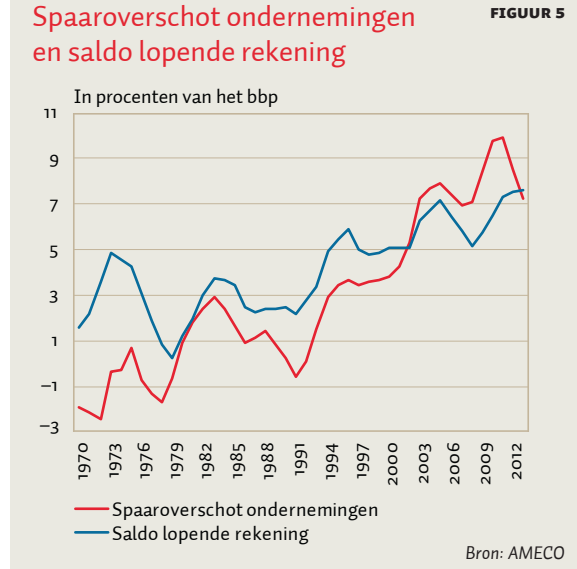
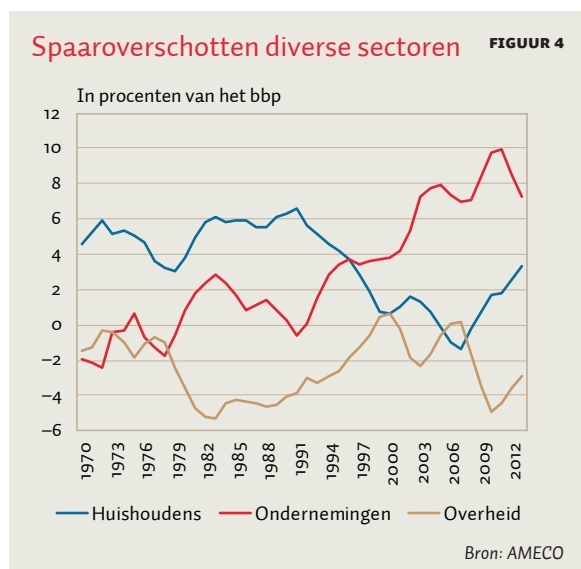
Waarvoor namen de besparingen toe? Als gevolg van, onder andere, de toenemende invloed van aandeelhouders en de afnemende macht van vakbonden is het aandeel van de winsten in het nationale inkomen gestaag gestegen, ten koste van het loonaandeel (Hein, 2012). Deze winsten hebben zich vooral geconcentreerd bij de multinationale ondernemingen (MNO's), die overigens ook veel winsten van buitenlandse dochterondernemingen via Nederland lieten lopen vanwege het gunstige belastingklimaat (Bezemer en Muysken, 2015). Slechts een gering deel van deze winsten werd uitgekeerd aan aandeelhouders, en een gering deel werd geïnvesteerd in Nederland. Het overgrote deel werd in

het buitenland belegd. Het vermogen van MNO's is sinds 2000 gestegen van 600 procent van de toegevoegde waarde tot 1.000 procent in 2012, maar bestaat slechts voor 20 procent uit niet-financiële activa. Daarnaast is 75 procent van de aandelen van in Nederland ingeschreven MNO's in buitenlandse handen – in Duitsland en Frankrijk is dit nog niet de helft hiervan (Eggelte *et al.*, 2014). De rendementen hierop hebben geleid tot sterk stijgende verdere winsten, die uiteraard voor een groot deel weer in het buitenland zijn herbelegd. Sinds het begin van de jaren tachtig stijgt het betalingsbalansoverschot dan ook parallel met het spaaroverschot van ondernemingen – zie ook figuur 5.

Deze trends hangen samen met de daling van het loonaandeel in het nationale inkomen, op twee manieren. Ten eerste stellen de achterblijvende loonkosten Nederland in staat om zijn concurrentiepositie te verbeteren, zeker ten opzichte van de Zuid-Europese landen, en zo de exporten te doen groeien, meer winst te maken en meer te sparen. Ten tweede is de consumptie systematisch gedaald ten opzichte van het bbp sinds het begin van de jaren tachtig, met een versnelde daling sinds 1998, wat correspondeert met de daling van het loonaandeel in die periode. Hierdoor is de import achtergebleven bij de export (Onaran en Galanis, 2012).

HUISHOUDENS SPAARDEN STEEDS MINDER

In de periode 1991–2007 zijn de spaaroverschotten van de huishoudens sterk gedaald (figuur 4). Dit zou kunnen voortvloeien uit pogingen de consumptie te doen stijgen, terwijl de lonen gematigd werden (IMF, 2012). Een andere verklaring is dat zzp'ers meer via de balans van het eigen bedrijf zijn gaan sparen (Jansen en Ligthart, 2014). Deze ontwikkeling werd verder in de hand gewerkt door de toenemende schuldgroei, enerzijds omdat het bankwezen erg gemakkelijk hypotheeklen verstrekte om uitgaven te financieren, anderzijds omdat de overheid hypotheekfinanciering fiscaal stimuleerde (Eggelte *et al.*, 2014). Dit laatste heeft ook bijgedragen aan de sterke huizenprijsstijging in de jaren negentig, die heeft geleid tot toenemende investeringen door huishoudens (figuur 3) en



een verdere daling van het spaaroverschot. Hieraan is echter een ruw einde gekomen door de financiële crisis en het barsten van de zeepbel op de huizenmarkt. De investeringen van de huishoudens liepen sterk terug en huishoudens begonnen weer meer te sparen om hun balans te versterken. In 2014 geldt overigens dat nog ruim één derde van de huiseigenaren een hypotheek heeft die hoger uitvalt dan de waarde van het eigen huis – dit geldt voor tachtig procent van de huiseigenaren tussen de 25 en 35 jaar.

De gedachte dat dit geen onoverkomelijk probleem is omdat Nederlanders uiteindelijk hun schuld altijd netjes afbetalen, slaat de plank mis. Het probleem is niet dat schulden niet afbetaald zouden worden, want de in Nederland zeer crediteurvriendelijke wetgeving staat garant voor die afbetaling. Het probleem is dat juist schuldafbetaling en lagere consumptie door *debt overhang* langdurig de groei kunnen drukken (IMF, 2012). De lange periode van lage groei in Nederland sinds 2007 hangt dus mogelijk samen met de hoge private schuldenlast. Voor zover we weten is dit nooit goed onderzocht.

Figuur 4 laat ook zien dat huishoudbesparingen en overheidstekorten bijna elkaars spiegelbeeld zijn. Dit kreeg langs verschillende wegen zijn beslag. Ten eerste liepen door de sterke daling van de consumptieve bestedingen de belastingontvangsten terug – alles relatief ten opzichte van het bbp – sinds het begin van de jaren tachtig. De fiscale stimulering van de hypotheekfinanciering en de trend dat zzp'ers via de balans van het eigen bedrijf gingen sparen leidden beide tot verder dalende belastinginkomsten. Beide ontwikkelingen hadden als gevolg dat de toenemende huishoudbesparingen gepaard gaan met een stijgend overheidstekort. Met de financiële crisis is hieraan een einde gekomen: de gezinsbesparingen gingen weer stijgen terwijl de investeringen (in huizen) terugliepen. Tegelijkertijd liepen de belastingontvangsten terug terwijl de overheidsuitgaven, althans in eerste instantie, stegen. Er is dus op deze andere manieren een sterk verband tussen het streven naar begrotingsevenwicht enerzijds, en private schulden en besparingen anderzijds. Dit zou in onderzoek en beleid meer aandacht moeten krijgen.

CONCLUSIE

De som van het spaaroverschot van de particuliere sector en dat van de overheid is gelijk aan de lopende rekening van de betalingsbalans (alles inclusief netto-kapitaaloverdrachten). Een verandering in een van de drie balansen impliceert een tegengestelde verandering in de som van de andere twee balansen. Het exportoverschot en de buitenlandse besparingen van ondernemingen zijn beide sterk gestegen sinds de jaren negentig. Tegelijkertijd werd het begrotingstekort teruggedrongen. Deze ontwikkelingen waren alleen mogelijk in samenhang met afnemende besparingen en hoge schuldgroei bij huishoudens, twee trends die beide omkeerden na de crisis. De groei van het begrotingstekort sindsdien moet in deze samenhang gezien worden.

Het is opmerkelijk dat deze macro-economische relaties in oudere leerboeken duidelijk onderwezen werden, maar de laatste twee decennia niet of nauwelijks meer. Het is misschien zo dat men ook in beleidskringen uit het oog verloor dat niet alle sectoren van de economie kunnen spa-

ren. Voert men een exportgericht en multinational-vriendelijk beleid (zodat bedrijven meer gaan sparen) terwijl men tevens begrotingsdiscipline nastreeft (zodat de overheid meer spaart) dan wordt er dus beleid gevoerd dat dalende huishoudbesparingen in de hand werkt. Gecombineerd met vrijere en grotere financiële markten leidde dit in de periode 1991–2007 tot sterk oplopende huishoudschulden.

Nederland is hierin niet uniek, maar wel extreem. Het ineensstorten van de huizenmarkt en van de consumptie, alsmede de teruggelopen ondernemingsinvesteringen, zijn een belangrijke oorzaak van de stagnatie van de Nederlandse economie sinds 2008 (IMF, 2012; OESO, 2014). Daarnaast hebben de pogingen van de overheid om het begrotingstekort terug te dringen waarschijnlijk bijgedragen aan een verdieping en verlenging van de recessie in 2012–2013 en de zeer lage groei in 2008–2014 (Krugman en Layard, 2013). Hierbij is onvoldoende onderkend dat het terugdringen van het begrotingstekort in combinatie met een overschot op de lopende rekening niet samengaat met het noodzakelijke balansherstel bij de Nederlandse huishoudens.

LITERATUUR

- Bezemer, D. en J. Muysken (2015) *Dutch financial fragilities*. Achtergronddocument, WRR.
- Eggelte, J., R. Hillebrand, T. Kooiman en G. Schotten (2014) Het nationale spaaroverschot ontleed. *DNB Occasional Studies*, 12(6).
- Frankel, J. en G. Saravelos (2012) Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008–09 global financial crisis. *Journal of International Economics*, 87(2), 216–231.
- Hein, E. (2012) *The macroeconomics of finance-dominated capitalism*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Holinski, N., C. Kool en J. Muysken (2012) Persistent macroeconomic imbalances in the euro area: causes and consequences. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(1), 1–20.
- IMF (2012) *World Economic Outlook 2012*. Washington: IMF.
- Jansen, C. en M. Ligthart (2014) *Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen*. CPB Achtergronddocument. Den Haag: Centraal Planbureau.
- Kamp, H. et al. (2013) *Intentieverklaring: investeren in – de toekomst van – Nederland*. Den Haag: Ministerie van Economische Zaken.
- Krugman, P. en R. Layard (2013) *A manifesto for economic sense*. Manifest op www.manifesto-foreconomicsense.org.
- Leering, R. en G. Schotten (2012) *De puzzel van het Nederlandse spaaroverschot*. Blog op www.mejudice.nl.
- Mian, A. en A. Sufi (2009) The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the U.S. mortgage default crisis. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449–1496.
- OESO (2014) *Economic Surveys: Netherlands*. Parijs: OESO.
- Onaran, Ö. en G. Galanis (2011) Is aggregate demand wage-led or profit-led? *Conditions of Work and Employment Working Paper Series*, 40.
- Rose, A.K. en M. Spiegel (2011) Cross-country causes and consequences of the crisis: an update. *European Economic Review*, 55(3), 309–324.
- Sutherland, D., P. Hoeller, R. Merola en V. Ziemann (2012) Debt and macroeconomic stability. *OECD Working Papers*, 1003.
- Witteveen, J. (2014) The meaning of our enormous structural balance of payments deficit. *ESB*, 99(4685), 294–298.