

Het nationale spaaroverschot van Nederland

J.H.M. Donders*

Samenvatting

Nederland heeft al geruime tijd een groot nationaal spaaroverschot. Naar aanleiding van een nieuwe Brusselse procedure die bedoeld is om schadelijke macro-economische onevenwichtigheden van EU-lidstaten zo veel mogelijk te voorkomen, is de vraag gerezen of er omstandigheden denkbaar zijn waarin een dergelijk overschot als zo'n onevenwichtigheid valt te beschouwen. In deze bijdrage wordt betoogd dat dit niet het geval is.

Trefwoorden: begrotingsbeleid, nationaal spaaroverschot, schulden crisis.

1 Inleiding

Nederland heeft al decennialang een nationaal spaaroverschot; de nationale besparingen overtreffen sinds 1980 onafgebroken de binnenlandse investeringen. Het nationale spaaroverschot is per definitie gelijk aan het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit laatste overschot gaat vergezeld van een netto-uitstroom van kapitaal naar het buitenland; de besparingen die niet voor financiering van binnenlandse investeringen worden gebruikt komen op deze wijze beschikbaar voor investeringen en beleggingen in het buitenland.

De Europese schulden crisis heeft duidelijk gemaakt dat een langdurig groot tekort op de lopende rekening van een EU-lidstaat voor zowel de lidstaat zelf als de andere lidstaten grote negatieve effecten kan hebben. De Europese Commissie gaat daarom in samenwerking met de Raad (van de Europese Unie) in het kader van een nieuwe Brusselse procedure het saldo op de lopende rekening van de EU-lidstaten monitoren. Wanneer het tekort op de lopende rekening van een lidstaat boven een bepaalde drempelwaarde uitkomt, kan de Raad – op aanbeveling van de Commissie – deze lidstaat corrigerende maatregelen aanbevelen, indien dit tekort als een schadelijke macro-economische onevenwichtigheid valt te kwalificeren. Aan deze voorwaarde is voldaan wanneer een diepte-analyse duidelijk maakt dat het geconstateerde tekort niet alleen voor de lidstaat zelf, maar ook voor de overige lidstaten nadelige effecten meebrengt.

De bedoelde macro-economische-onevenwichtigheidsprocedure heeft een discussie op gang gebracht over de vraag of ook een groot overschot op de lopende rekening onder omstandigheden het karakter van een schadelijke macro-economische onevenwichtigheid kan hebben. Voor Nederland is deze discussie niet zonder betekenis, want ons land heeft – zoals gezegd – al langdurig een overschot op de lopende rekening. Dit overschot is bovendien niet onaanzienlijk: het bedroeg in de periode 2000–2011 gemiddeld 6,4 procent van het bbp. Hierin komt waarschijnlijk niet snel verandering; het CPB (2011) verwacht voor 2011 en 2012 een overschot op de lopende rekening van gemiddeld 6,0 procent van het bbp. In deze bijdrage staat de vraag centraal of er omstandigheden denkbaar zijn waarin een aanzienlijk nationaal spaaroverschot als ongewenst valt te beschouwen.

Onderdeel 2 is om te beginnen gewijd aan de macro-economische-onevenwichtigheidsprocedure en de achtergronden daarvan. Onderdeel 3 blikt terug op de jaren zestig en

zeventig van de vorige eeuw, toen bij de vormgeving van het begrotingsbeleid rekening werd gehouden met het effect daarvan op het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. In onderdeel 4 wordt het nationale spaaroverschot van Nederland ontleed. Het blijkt dat dit overschot in het recente verleden het resultaat was van een aanzienlijk spaaroverschot van bedrijven. Onderdeel 5 bespreekt ten slotte welke gevolgen verwacht mogen worden van beperking van het nationale spaaroverschot. Daarbij worden verschillende manieren onderscheiden waarop dit overschot valt te verkleinen. Deze analyse is behulpzaam bij het beantwoorden van de vraag of ons huidige nationale spaaroverschot als ongewenst valt te beschouwen.

2 De macro-economische-onevenwichtigheidsprocedure

Tot de traditionele doelstellingen van het economische beleid hoort evenwicht op de betalingsbalans. In de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw was het streven vanwege deze doelstelling in ons land gericht op een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans ter grootte van de kapitaalhelp aan ontwikkelingslanden. Bij zo'n overschot op de lopende rekening kon Nederland zijn kapitaalhelp namelijk financieren met het geld dat in het lopende verkeer was verdiend en hoefden voor die hulp geen leningen in het buitenland te worden afgesloten. De betalingsbalansdoelstelling is daarna uit de beschouwingen over het economische beleid verdwenen. Dat hing om te beginnen samen met het ontstaan van een moderne kapitaalmarkt die landen met een tekort op de lopende rekening in staat stelt om buitenlands kapitaal aan te trekken en landen met een overschot om besparingen die geen emploi in eigen land vinden in het buitenland te beleggen of te investeren. De komst van de Economische en Monetaire Unie (EMU) heeft de belangstelling van de landen van de eurozone voor het saldo op de lopende rekening nog verder verminderd. Het saldo op de lopende rekening van een lidstaat van een muntunie hoeft immers niet onmiddellijk repercussies te hebben voor het gemeenschappelijke monetaire beleid en/of de koers van de gemeenschappelijke munt, terwijl de eurolanden in het tijdperk vóór de euro wel degelijk rekening moesten houden met de gevolgen die dit saldo kon hebben voor het monetaire beleid en/of de koers van de nationale munt.

De schulden crisis in Europa heeft duidelijk gemaakt dat een aanhoudend groot tekort op de lopende rekening van een lidstaat van de muntunie het land in kwestie echter wel degelijk een probleem kan opleveren, ook als de lopende rekening van de hele muntunie dichtbij evenwicht blijft. Voor beleggers en investeerders blijkt een aanhoudend fors tekort op de lopende rekening van een lidstaat van de eurozone namelijk nog steeds een reden te kunnen zijn om met wantrouwen naar dat land te kijken. Zo'n tekort kan – zo leert de ervaring – tot een hogere rente leiden op leningen aan zowel de overheid als bedrijven uit dat land.

¹ Europa verschilt in dit opzicht wezenlijk van de Verenigde Staten, waar voor individuele staten niet eens statistieken voor de lopende rekening beschikbaar zijn.

De Europese schulden crisis heeft aangetoond dat het economische beleid van individuele EU-lidstaten grote negatieve gevolgen kan hebben voor de andere lidstaten. Er komt daarom een nieuwe 'Brusselse' procedure die het mogelijk moet maken om schadelijke macro-economische onevenwichtigheden tijdig op het spoor te komen, zodat de Raad – op aanbeveling van de Commissie – de desbetreffende lidstaten corrigerende

¹ Zie Giavazzi en Spavanta (2010).

maatregelen kan aanbevelen.² De Raad kan dat doen, wanneer één van de gekozen indicatoren voor het bestaan van macro-economische onevenwichtigheden een bepaalde drempelwaarde overstijgt en een diepte-analyse bovendien duidelijk maakt dat deze overschrijding op een macro-economische onevenwichtigheid wijst die niet alleen voor de lidstaat zelf ongunstige gevolgen kan hebben, maar – via *spillover*-effecten – ook voor de overige lidstaten.

De Commissie gaat in het kader van de macro-economische-onevenwichtigheden-procedure onder andere het saldo op de lopende rekening van de EU-lidstaten monitoren. Als het tekort op de lopende rekening van een lidstaat een bepaalde drempelwaarde overschrijdt, is niet automatisch sprake van een macro-economische onevenwichtigheid die aanleiding kan vormen om de lidstaat in kwestie corrigerende maatregelen aan te bevelen. Een (groot) tekort op de lopende rekening van een EU-lidstaat is immers niet noodzakelijkerwijs schadelijk voor deze lidstaat zelf en voor de andere lidstaten.

De vraag rijst waarom bij de start van de EMU geen afspraken zijn gemaakt over het toelaatbare tekort op de lopende rekening van individuele EU-lidstaten. De verklaring is dat beleidsmakers geen rekening hielden met de mogelijkheid dat een tekort op de lopende rekening van een lidstaat tot problemen zou leiden. In de wetenschappelijke literatuur werd ervan uitgegaan dat in de eurozone kapitaalstromen op gang zouden komen van de relatief rijke naar de relatief arme lidstaten, die de laatstgenoemde landen in staat zouden stellen om hun welvaartsachterstand op de eerstgenoemde landen te verkleinen. Men rekende er namelijk op dat de relatief arme landen het buitenlandse kapitaal zouden gebruiken om hun economie te moderniseren. Deze landen zouden dankzij die modernisering na verloop van tijd exportoverschotten kunnen realiseren, die hen niet alleen in staat zouden stellen om de rente over de opgenomen leningen te voldoen, maar ook om deze leningen terug te betalen.

De problemen waarin een aantal eurolanden is terechtgekomen vallen te verklaren uit de omstandigheid dat afgesloten leningen werden gebruikt voor de financiering van uitgaven die geen uitzicht bieden op verbetering van het saldo op de handelsbalans. Hierbij wordt niet alleen gedoeld op uitgaven van consumptieve aard (waarvan – zoals in het geval van Griekenland – sprake kan zijn als het buitenlandse kapitaal wordt gebruikt voor de financiering van het overheidstekort), maar ook op investeringen in onroerend goed. De vruchten van zulke investeringen kunnen weliswaar – anders dan die van consumptieve uitgaven – over een lange reeks van jaren worden geplukt, maar investeringen in onroerend goed dragen niet of nauwelijks bij aan het vermogen van een land om een exportoverschot te realiseren. De kapitaalstromen naar Ierland en Spanje droegen in die landen juist bij aan het ontstaan van een zeepbel op de markt voor onroerend goed, en waren daarmee mede verantwoordelijk voor het (onvermijdelijke) uiteenspatten van die zeepbel, en dus voor de problemen waarin banken en overheden vervolgens belandden.

Terugkijkend moet worden geconstateerd dat juist het aanvankelijke succes van de euro eraan heeft bijgedragen dat de bedoelde schadelijke kapitaalstromen op gang kwamen. De lage rente waarvoor de muntunie in de perifere landen van de eurozone zorgde, verzwakte de budgettaire discipline van de overheden in kwestie en vergemakkelijkte de financiering van investeringen in onroerend goed.

² Zie voor deze procedure Tweede Kamer (2011–2012).

Als oorzaak van de schulden crisis wordt vaak de gebrekkige naleving van het Pact voor Stabieleit en Groei beschouwd. Het ontbreken van Europees toezicht op het bankwezen heeft bij het ontstaan van deze crisis echter ten minste een even belangrijke rol gespeeld. Terwijl de integratie van de financiële markten door de komst van de muntunie bijzonder ver voortschreed, bleef er sprake van nationaal toezicht op de financiële instellingen. Volgens Schoenmaker (2010) is dat vragen om moeilijkheden. Teulings *et al.* (2011) onderschrijven deze opvatting in hun studie over de Europese schulden crisis. Zij wijzen erop dat de problemen waarin de Griekse overheid terecht is gekomen het Griekse bankwezen aan de rand van de afgrond hebben gebracht. Dit betekent dat de Griekse tragedie mede is veroorzaakt door een gebrekkig toezicht op het bankwezen. Goed toezicht had moeten voorkomen dat het lokale bankwezen zoveel geld aan de lokale overheid had uitgeleend. In Ierland en Spanje maakte slecht toezicht op het bankwezen het mogelijk dat het lokale bankwezen te veel in onroerend goed investeerde. Gegeven de ver voortgeschreden integratie van de financiële markten in Europa pakken de problemen van de banken in de perifere eurolanden bijzonder ongunstig uit voor de banken in de overige EU-lidstaten. De lokale toezichthouders hielden bij het uitvoeren van hun toezichtstaak met de gevolgen voor banken in de andere lidstaten echter geen rekening. Dat viel ook niet te verwachten; juist daarom bestaat behoefte aan Europees toezicht op het bankwezen.³

Het voorafgaande neemt niet weg dat financiële instellingen ook een eigen verantwoordelijkheid hebben. Banken die aangemoedigd door een relatief hoge rente geld lenen aan overheden die zich veel te diep in de schulden steken of verblind door een hoog rendement bijdragen aan een overinvestering in onroerend goed, moeten ook zelf op de blaren zitten, als we zulk gedrag in de toekomst willen ontmoedigen. Het vangnet dat de overheid heeft gespannen voor banken die *too big to fail* zijn, werkt in dit verband verkeerd. Hogere kapitaaleisen moeten ervoor zorgen dat een groter deel van het neerwaartse risico door het eigen vermogen wordt opgevangen, zodat banken de kwaliteit van hun investeringen beter in de gaten gaan houden. De toezichthouder moet bovendien sneller optreden wanneer een bank in zwaar weer belandt. Als te lang wordt 'voortgemodderd' kan een onnodig groot deel van verliezen op het bord van de belastingbetaler terecht komen. Wanneer de verstrekkers van zowel het eigen als het vreemde vermogen van een bank weten dat de toezichthouder bij een verslechtering van de balans van de bank niet lijdzaam afwacht en dat zij in dat geval op hun investering kunnen verliezen, gaan zij de risico's die de bank loopt waarschijnlijk beter in de gaten houden.

3 Un peu d'histoire

Na de Tweede Wereldoorlog was het keynesiaanse denken decennialang dominant. Economen gingen er in die tijd van uit dat de economie op een poreuze fietsband lijkt, die voortdurend moet worden opgepompt om veel ongerief te voorkomen. Bij afwezigheid van overheidsoptreden dreigden volgens de keynesiaanse theorie op zowel korte als (middel)lange termijn onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt en de goederenmarkt, in de vorm van werkloosheid en overcapaciteit. Volgens deze theorie

³ Volgens De Ridder (2011) droeg een snelle groei van de geldhoeveelheid in de eurozone bij aan risicovoller gedrag van financiële instellingen. Deze groei was mogelijk doordat de Europese Centrale Bank als doel heeft om de prijsstijging van de gezinsconsumptie binnen de perken te houden en geen aandacht schenkt aan de prijsontwikkeling van financiële activa.

kon een tekortschietende effectieve vraag niet alleen leiden tot een tijdelijk conjunctureel dal, maar ook tot een nationaal inkomen dat gemiddeld over de conjunctuurcyclus lager is dan het potentiële niveau, dat is het niveau waarbij zowel het werkloosheidspercentage als de bezettingsgraad van de productiecapaciteit gelijk is aan de evenwichtswaarde.

Het structurele begrotingsbeleid, dat in de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw in ons land werd gevoerd, was op deze visie gebaseerd. Met dit beleid werd getracht een dempende invloed op de conjunctuurgolf uit te oefenen door mee- en tegenvallers met betrekking tot de economische groei door te laten werken in het begrotingstekort. De overheid diende er bovendien voor te zorgen dat de effectieve vraag niet gemiddeld over de conjunctuurcyclus lager was dan het potentiële nationale inkomen. Zij kon dat voor elkaar krijgen via een voldoende groot structureel spaartekort. Dit tekort is gelijk aan het verschil tussen de investeringen en de besparingen van de overheid bij een nationaal inkomen dat gelijk is aan het potentiële niveau daarvan. Als we de complicatie die voortvloeide uit het bestaan van kapitaalhelp aan ontwikkelingslanden nog even buiten beschouwing laten, dan moest het structurele spaartekort van de overheid gelijk zijn aan het structurele spaaroverschot van de particuliere sector.⁴ Indien de particuliere sector bij evenwicht op de goederen- en de arbeidsmarkt meer besparingen genereerde dan vereist was voor de financiering van de particuliere investeringen, dan dreigde dit spaaroverschot volgens de keynesiaanse theorie namelijk te verdwijnen via een neerwaartse aanpassing van het nationale inkomen. De zaak was nog iets gecompliceerder vanwege de kapitaalhelp aan ontwikkelingslanden. Die kapitaalhelp maakte namelijk een dienovereenkomstig overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans nodig, om daarmee evenwicht op de totale betalingsbalans mogelijk te maken. Er bestond daarom behoefte aan een structureel nationaal spaaroverschot ter grootte van de kapitaalhelp aan ontwikkelingslanden. Het structurele spaartekort van de overheid moest om die reden gelijk zijn aan het structurele spaaroverschot van de particuliere sector na aftrek van de kapitaalhelp aan ontwikkelingslanden. De overheid zou met deze beleidslijn kunnen bereiken dat – gemiddeld over de conjunctuurcyclus – sprake zou zijn van evenwicht op de arbeidsmarkt en de goederenmarkt en van extern evenwicht.

Ook bij het huidige trendmatige begrotingsbeleid is het streven gericht op stabilisatie van de conjunctuurgolf. Er zijn echter twee belangrijke verschillen tussen het hedendaagse begrotingsbeleid en het indertijd gevoerde structurele begrotingsbeleid. Het wordt op dit moment in de eerste plaats niet langer noodzakelijk geacht dat de overheid met een structureel spaartekort voorkomt dat er – gemiddeld over de conjunctuurgolf – van onderbesteding sprake is. De meeste economen gaan er nu van uit dat de economie min of meer 'vanzelf' tendeert naar een situatie waarbij zowel de arbeidsmarkt als de goederenmarkt in evenwicht is. Het wordt in de tweede plaats evenmin noodzakelijk gevonden dat de overheid met haar begrotingsbeleid een bepaald saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans mogelijk maakt.

⁴ Ten tijde van het structurele begrotingsbeleid werden de decentrale overheden en de sociale fondsen tot de particuliere sector gerekend. De sector overheid had dus betrekking op het Rijk. Uit het gewenste structurele spaartekort van het Rijk werd het gewenste structurele financieringstekort (= spaartekort plus de netto verschaft kredieten en vermogensoverdrachten) afgeleid.

Een en ander betekent dat het structurele begrotingstekort op andere overwegingen kan worden gebaseerd dan tijde van het structurele begrotingsbeleid. Het streven van de Nederlandse overheid is op dit moment, zoals bekend, gericht op verbetering van het structurele begrotingssaldo teneinde de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te verbeteren. Vooral om deze reden bevat het regeerakkoord van het kabinet-Rutte een pakket aan tekortverbeterende maatregelen dat tijdens de kabinetsperiode oploopt tot een bedrag van 18 miljard euro in 2015. Het tijdig treffen van maatregelen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te verbeteren wordt wenselijk geacht omdat uitstel van zulke maatregelen de generaties benadeelt die in de toekomst in ons land leven. Maatregelen zijn namelijk vroeg of laat onvermijdelijk, en bij uitstel wordt als het ware een onbetaalde rekening doorgeschoven naar de mensen die te zijner tijd hier leven. Daarbij geldt dat in de toekomst ingrijpender maatregelen nodig zijn dan de ingrepen waarmee nu nog kan worden volstaan, doordat ondertussen als het ware de rekening is opgelopen.

4 Het spaaroverschot ontleed

De nationale besparingen zijn gelijk aan het beschikbare nationale inkomen vermindert met de consumptieve bestedingen van de bedrijven, de gezinnen en de overheid. Wanneer van de nationale besparingen de binnenlandse investeringen van dezelfde drie sectoren worden afgetrokken, wordt het nationale spaaroverschot verkregen. Dit spaaroverschot is per definitie gelijk aan het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, dat op zijn beurt gelijk is aan de som van het saldo op de handelsbalans, de per saldo in het buitenland verdiende primaire inkomens en de per saldo uit het buitenland ontvangen inkomensoverdrachten. Als een economie over een nationaal spaaroverschot beschikt, dan staat daar – wil de betalingsbalans in evenwicht zijn – een dienovereenkomstig tekort op de kapitaalrekening tegenover. Een overschot dat een land in het lopende verkeer boekt gaat dus gepaard met een even grote netto-uitstroom van kapitaal naar het buitenland.

Tabel 1 toont het nationale spaaroverschot van Nederland in de periode 2005–2010. De tabel laat zien dat het omvangrijke nationale spaaroverschot in het recente verleden het resultaat was van een aanzienlijk spaaroverschot van bedrijven. Dit spaaroverschot is vanaf het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw geleidelijk aan sterk toegenomen, doordat de bedrijfsbesparingen sterker stegen dan de binnenlandse investeringen van bedrijven. De investeringen van Nederlandse bedrijven in het buitenland namen sinds het begin van de jaren negentig juist relatief snel toe, wat waarschijnlijk valt te verklaren uit de internationalisering van het bedrijfsleven.⁵ De mogelijkheden voor buitenlandse investeringen zijn in deze periode steeds groter geworden, als gevolg van technologische ontwikkelingen (zoals in de ICT), de liberalisatie van het kapitaalverkeer in de EU in 1990 en het verdwijnen van wisselkoersrisico door de komst van de euro in 1999.

De gezinnen droegen, behalve in het crisisjaar 2009, niet bij aan het nationale spaaroverschot. Dit is wellicht verrassend, want de verplichte pensioenbesparingen van gezinnen zijn in ons land in internationaal perspectief omvangrijk. De vrije gezinsbesparingen zijn echter aan de lage kant, waarvoor vooral de fiscale behandeling van de eigen woning verantwoordelijk is. De fiscale subsidies voor het eigenwoningbezit

⁵ De Nederlandsche Bank (2011).

ontmoedigen immers het aflossen van hypothecaire leningen. Bij Tabel 1 past als kanttekening dat het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) de zelfstandigen zonder personeel tot de sector gezinnen rekent. Wanneer deze zelfstandigen tot de sector bedrijven zouden worden gerekend, is van een (beperkt) spaaroverschot van gezinnen sprake.

De overheid leverde aan het nationale spaaroverschot in de jaren 2006–2008 wel een bijdrage, maar doet dat vanaf 2009 niet meer vanwege de verslechtering van de overheidsfinanciën als gevolg van de kredietcrisis en de daarop volgende economische neergang.

Tabel 1 laat tevens de samenstellende delen van het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans zien. Dit overschot is het resultaat van een overschot op de handelsbalans; de totale export van goederen en diensten overtrof in de hele beschouwde periode de totale import van goederen en diensten aanzienlijk. Het saldo van de primaire inkomens leverde langdurig een bijdrage aan het overschot op de lopende rekening, maar dat was in de jaren 2008–2010 niet het geval; dit valt te verklaren uit een sterke stijging van betaalde lonen aan werknemers uit andere EU-landen (waaronder Polen) en een forse afname van de ontvangen winsten uit het buitenland. Het saldo van de secundaire inkomens is voor Nederland al decennia negatief; deze post bestaat vooral uit de afdrachten van de overheid aan de Europese Unie en de inkomensoverdrachten in het kader van de ontwikkelingssamenwerking.

Tabel 1 Het nationale spaaroverschot van Nederland (in procenten van het bbp).

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nationaal spaaroverschot	7,5	9,0	8,4	4,7	2,9	5,1
Spaaroverschot bedrijven	8,0	9,5	8,9	4,7	6,6	9,3
Spaaroverschot gezinnen	-0,1	-0,7	-0,5	-0,7	0,8	0,0
Spaaroverschot overheid	-0,5	0,2	0,1	0,7	-4,5	-4,2
Saldo handelsbalans	8,5	7,7	8,2	8,3	6,8	7,5
Saldo primaire inkomens	0,5	2,7	1,7	-2,1	-2,5	-0,8
Saldo secundaire inkomens	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5

Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek (2011).

Er zijn inmiddels drempelwaarden voor het saldo op de lopende rekening vastgesteld.⁶ Voor tekortlanden bedraagt de bovengrens voor het gemiddelde tekort op de lopende rekening over de afgelopen drie jaar 4 procent bbp. Voor overschotlanden is de drempelwaarde voor het gemiddelde overschot over de afgelopen drie jaar gelijk aan 6 procent bbp. Met de in het recente verleden gerealiseerde overschotten op de lopende rekening blijft Nederland onder de nu vastgestelde drempelwaarde. Dit kan echter snel veranderen wanneer het kabinet erin slaagt de nagestreefde verbetering van het begrotingstekort te realiseren.

⁶ Europese Commissie (2011).

5 Is ons spaaroverschot een probleem?

De nieuwe Brusselse procedure om macro-economische onevenwichtigheden in de economieën van de EU-lidstaten tegen te gaan heeft tot de vraag geleid of een nationaal spaaroverschot onder omstandigheden als een schadelijke macro-economische onevenwichtigheid valt te beschouwen. Als het nationale spaaroverschot van een lidstaat dit predicaat verdient, dan moet de lidstaat in kwestie zich inspannen om dit overschot terug te dringen. In dit onderdeel wordt daarom nagegaan wat de gevolgen zouden zijn van een op verschillende manieren bereikte verlaging van het nationale spaaroverschot van Nederland. Deze analyse maakt duidelijk of het aanbeveling verdient om dit spaaroverschot op een van de besproken manieren terug te dringen.

In alle beleidsvarianten die hierna aan de orde komen neemt het nationale spaaroverschot, en daarmee de nettokapitaalexport, van Nederland af. Voor de andere landen van de wereld, waaronder de overige EU-landen, komt op de internationale kapitaalmarkt dus minder kapitaal beschikbaar. Valt dit geringere aanbod van kapitaal als een gunstig extern effect voor de overige EU-lidstaten te beschouwen? Er valt geen reden te bedenken waarom dit het geval zou zijn; het kleinere aanbod van kapitaal heeft voor deze landen eerder juist het karakter van een negatief extern effect. Dit neemt niet weg dat de spaaroverschotten van de noordelijke eurolanden in de afgelopen tien jaar de perifere eurolanden in staat hebben gesteld om veel te grote overheidstekorten en/of een overinvestering in de markt voor onroerend goed te financieren. Volgt daar dan niet uit dat die spaaroverschotten beter achterwege hadden kunnen blijven? Die conclusie is niet gerechtvaardigd. De schulden crisis is niet zozeer door de beschikbaarheid van buitenlands kapitaal veroorzaakt, als wel door de bestemming die dat kapitaal kreeg. De echte oorzaken van de schulden crisis zijn dan ook, zoals in onderdeel 2 is aangegeven, het falen van het Pact voor Stabiliteit en Groei en het ontbreken van een stevig Europees toezicht op financiële instellingen.

Critici van de grote spaaroverschotten van landen zoals China en Duitsland wijzen er wel op dat deze overschotten de andere landen van de wereld min of meer verplichten om via grote begrotingstekorten en een ruim monetair beleid de economie te stimuleren, omdat anders een permanente onderbesteding zou dreigen. Deze redenering sluit aan bij de opvatting uit de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw dat een gebrek aan voldoende effectieve vraag niet alleen tijdelijk, maar ook gemiddeld over de conjunctuurcyclus een bron van werkloosheid en overcapaciteit kan zijn. Deze redenering gaat er ten onrechte aan voorbij dat spaaroverschotten van landen met relatief hoge besparingen ook een *productieve* aanwending in andere landen kunnen krijgen, en dat de besparingen van de overschotlanden bij het ontbreken van voldoende buitenlandse vraag naar kapitaal ook voor binnenlandse investeringen kunnen worden gebruikt (in het laatste geval zouden de spaaroverschotten kleiner zijn).

Verruiming van het budgettaire beleid

Het kabinet streeft naar verbetering van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. De beleidsvoornemens leiden gedurende de kabinetsperiode tot een afname van het spaartekort van de overheid en vergroten daarmee op zich beschouwd het nationale spaaroverschot. Wanneer de overheid het nationale spaaroverschot met haar begrotingsbeleid zou willen verminderen, dan dient zij echter een ruimer budgettair beleid te gaan voeren. Er is in dat geval op korte termijn een gunstig effect op de

economische activiteit in Nederland mogelijk, en via de daardoor veroorzaakte toename van de invoer tevens op de economische activiteit bij de Europese handelspartners.

Dit effect is echter veel geringer dan vaak wordt vermoed. Burgers en bedrijven houden bij een groter begrotingstekort namelijk rekening met hogere lasten en/of lagere overheidsuitgaven in de toekomst, want zij realiseren zich dat de extra afgesloten leningen ooit – inclusief rente – moeten worden terugbetaald. Zulke ongunstige vertrouwenseffecten drukken de consumptieve bestedingen en de investeringen, en beperken daarmee de gunstige invloed van een minder restrictief begrotingsbeleid op de productie. Als beleggers de kredietwaardigheid van de overheid lager gaan inschatten, neemt bovendien de rente op de overheidsschuld toe. Vanwege haar solide reputatie kon de Nederlandse overheid er tot voor kort op rekenen dat verruiming van het budgettaire beleid niet tot een wezenlijk effect op de rente leidt. Bij de huidige nerveuze financiële markten is dat echter niet langer het geval. Het is heel wel mogelijk dat de financiële markten een hogere rente op Nederlandse schuld eisen, wanneer de overheid de teugels bij het budgettaire beleid zou laten vieren. Berekeningen op basis SAFFIER II, het huidige macromodel van het Centraal Planbureau, kunnen een verkeerd beeld geven van de effecten van stimulerend begrotingsbeleid, omdat daarin geen rekening wordt gehouden met een opwaarts effect op de rente.⁷

Een koerswending bij het begrotingsbeleid zou bovendien hooguit een tijdelijk effect op de economische activiteit in Nederland en bij zijn handelspartners hebben. Wanneer een ruimer budgettair beleid niet vergezeld gaat van maatregelen die de structuur van de economie versterken, valt immers geen verandering van het structurele bbp te verwachten.

Tegenover het gunstige effect op de economische activiteit, waarvan tijdelijk sprake is, staat dat het tekort van de Nederlandse overheid toeneemt, zodat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën verslechtert. Van uitstel komt in dit geval geen afstel; de achterwege gebleven tekortverbeterende maatregelen moeten in de toekomst alsnog worden genomen. Er zijn dan zelfs grotere maatregelen vereist dan waarmee nu nog kan worden volstaan. Zodra de overheid de vereiste maatregelen neemt, is alsnog sprake van een (tijdelijk) ongunstig effect op de economische activiteit in zowel Nederland als de overige EU-lidstaten.

Het voorafgaande leidt tot de conclusie dat niet valt in te zien dat Nederland de Europese Unie een dienst zou bewijzen door een ruimer budgettair beleid te gaan voeren. Dat mag van 'Brussel' overigens ook niet, want Nederland moet zich houden aan de afspraken uit het Pact voor Stabiliteit en Groei. Het ligt dan ook niet voor de hand dat Europa op grond van ons overschot op de lopende rekening om aanpassing van het begrotingsbeleid zou vragen.

Vermindering van de gezinsbesparingen

Nederland beschikt over kapitaalgedekte aanvullende pensioenen. Deze pensioenen dragen bij aan de gezinsbesparingen, want via de zogenoemde kleine verplichtstelling worden huishoudens gedwongen om aanzienlijke bedragen te sparen voor de oude dag. De overheid ondersteunt de pensioenbesparingen met de omkeerregel. Deze regel (premies aftrekbaar, pas de uitkeringen zijn in de toekomst belast) kost de overheid per

⁷ In SAFFIER II blijven ook de bedoelde vertrouwenseffecten buiten beschouwing. Ook om die reden kan dit model een onjuist beeld schetsen van de effecten van een expansief begrotingsbeleid.

saldo geld, want de belastingdruk over het pensioeninkomen is doorgaans lager dan het 'aftrektarief' van de pensioenpremies, en de vermogensrendementsheffing is niet van toepassing op het pensioenvermogen. Beperking van de pensioenbesparingen is mogelijk door verlaging van de fiscale subsidies, door de fiscaal gefaciliteerde pensioenopbouw te beperken.⁸ Voor zover mensen minder voor hun oude dag gaan sparen, mag op korte termijn op een toename van de consumptieve bestedingen worden gerekend, en daarmee op een grotere economische activiteit in Nederland en bij zijn handelspartners. Deze activiteit neemt echter minder toe naarmate mensen zich beter realiseren dat de geringere verplichte pensioenbesparingen hun toekomstige pensioeninkomen verlagen, en om die reden meer vrijwillig gaan sparen.

Voor zover werknemers de pensioenpremies als onderdeel van de wig beschouwen, is bij versobering van pensioenregelingen sprake van een gunstig effect op het effectieve arbeidsaanbod en daarmee op het structurele bbp. Wanneer pensioenpremies actuarieel fair zijn, is het echter heel wel mogelijk dat werknemers de premies als onderdeel van hun arbeidsvoorwaarden beschouwen.

Verbetering van het investeringsklimaat

Een groot nationaal spaaroverschot kan erop wijzen dat het investeringsklimaat in eigen land onvoldoende aantrekkelijk is. Het ligt immers voor de hand dat ondernemingen een groter deel van hun investeringen over de grens doen naarmate investeringen in het buitenland een aantrekkelijker alternatief zijn voor investeringen in het binnenland. Mocht een land een slecht investeringsklimaat hebben, dan liggen inspanningen voor de hand om dat klimaat te verbeteren. Zulke inspanningen kunnen de welvaart van het land in kwestie verhogen, want een grotere investeringsactiviteit maakt een hogere arbeidsproductiviteit mogelijk. Als verbetering van het investeringsklimaat van Nederland betekent dat in de andere EU-landen minder investeringen plaatsvinden, dan staat daar echter een ongunstige invloed op de arbeidsproductiviteit in die landen tegenover.

Er zijn overigens geen aanwijzingen dat er iets mis is met het Nederlandse investeringsklimaat. Integendeel, Nederland scoort doorgaans zeer goed op de internationale ranglijsten voor dit klimaat. In onderdeel 4 is er al op gewezen dat de forse omvang van de investeringen in het buitenland waarschijnlijk samenhangt met de internationalisering van het bedrijfsleven sinds het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw.

Een snellere loonstijging

Als mogelijke verklaring voor de overschotten van overschotlanden wordt ook wel de door deze landen gerealiseerde loonmatiging genoemd. Economen die deze verklaring naar voren schuiven wijzen erop dat de overschotlanden via loonmatiging een gunstige prijsconcurrentiepositie hebben verworven, die hen in staat stelt om veel te exporteren. De gunstige prestaties van de exportsectoren van deze landen gaan in deze visie echter ten koste van de economische activiteit in de tekortlanden.

Bedacht moet echter worden dat de loonvorming de uitkomst is van marktkrachten. De prijs van arbeid hangt, net als elke andere prijs, af van vraag en aanbod. Als de

⁸ De overheid zou de fiscale faciliteit slechts beschikbaar kunnen stellen voor pensioenregelingen met een lager maximaal opbouwpercentage of zou de opbouw van een pensioen over een inkomen boven een bepaald bedrag niet langer fiscaal kunnen ondersteunen.

overschotlanden een hogere loonstijging willen realiseren, zijn dus beleidsinspanningen vereist die het effectieve arbeidsaanbod beperken. Daarbij valt bijvoorbeeld te denken aan verhoging van de belastingen op arbeid of van het relatieve peil van de werkloosheidsuitkeringen. Deze landen zouden de pensioenleeftijd in dat geval bovendien niet moeten verhogen, maar juist verlagen, want verlaging van deze leeftijd leidt tot een krappere arbeidsmarkt. Ook aanscherping van de ontslagbescherming en verlenging van de maximale duur van de WW-uitkering komen als beleidsinstrumenten in aanmerking, want beide maatregelen leiden tot een hogere evenwichtswerkloosheid en dus tot een geringer effectief arbeidsaanbod. Een toename van de evenwichtswerkloosheid komt tevens uit de bus wanneer de vakbonden bij de loononderhandelingen meer belang gaan hechten aan hoge lonen voor mensen met een baan en zich minder gaan bekommeren om mensen die door hoge lonen hun baan verliezen.

Het valt niet in te zien dat de overschotlanden, zoals Nederland en Duitsland, met het nastreven van een hogere loonstijging de tekortlanden een plezier zouden doen. Wanneer de overschotlanden de teugels bij de loonvorming laten vieren, pakt dat immers ongunstig uit voor de economische activiteit in deze landen. Dat blijft uiteraard niet zonder gevolgen voor de tekortlanden, want een geringere productie van de overschotlanden leidt tot een afname van hun importen. Daar staat wel tegenover dat de tekortlanden een verbetering (of een geringere verslechtering) van hun prijsconcurrentiepositie realiseren ten opzichte van de overschotlanden. Bedenk daarbij wel dat de verslechtering van de prijsconcurrentiepositie van de huidige overschotlanden niet alleen kansen biedt voor de huidige tekortlanden, maar ook voor alle niet-Europese landen. Europa is immers geen gesloten economie.

Het pleidooi voor een hogere loonstijging in de overschotlanden gaat eraan voorbij dat niets tekortlanden verhindert om de eigen economie te versterken via maatregelen die het effectieve arbeidsaanbod verruimen. Zulke maatregelen kunnen – via een drukkende invloed op de ontwikkeling van de arbeidskosten – tot een sterkere groei van de werkgelegenheid leiden. De economische problemen van bijvoorbeeld Griekenland zijn – behalve van het ontsporen van de overheidsfinanciën – in hoge mate het resultaat van een stijging van de arbeidskosten per eenheid product die sterk uitgaat boven de toename van deze arbeidskosten bij de concurrenten. Inspanningen van de perifere eurolanden met een te snelle stijging van de arbeidskosten per eenheid product om de arbeidsmarkt te flexibiliseren zouden de economieën van deze landen in structureel opzicht versterken.

De bovenmatige loonstijging, die sinds de introductie van de euro verschillende perifere eurolanden kenmerkt, hangt mede samen met de omstandigheid dat een aanpassing van de koers van de nationale munt niet meer mogelijk is. Deze landen slaagden er vóór de introductie van de euro in om het verlies aan concurrentiekracht binnen de perken te houden via een geleidelijke waardedaling van de nationale munt. Het lukte hen – bij de relatief hoge inflatie die hiervan het resultaat was – om de stijging van de reële lonen te beperken. Zolang de vakbonden en de werknemers in deze landen aan de bedoelde vorm van geldillusie lijden, maakt de gemeenschappelijke munt het voor hen lastiger om de werkloosheid op een acceptabel niveau te houden.

6 Conclusie

Op grond van het voorafgaande valt te concluderen dat maatregelen die het spaaroverschot van Nederland verminderen waarschijnlijk niet zodanig gunstige effecten voor ons land zelf en de andere EU-lidstaten opleveren dat zij aanbevelenswaardig zijn. Het valt daarom niet in te zien dat ons nationale spaaroverschot het karakter van een macro-economische onevenwichtigheid kan hebben. Hieraan kan worden toegevoegd dat de Ecofin Raad (bestaande uit de Europese ministers van Financiën) inmiddels heeft aangegeven dat een (groot) overschot op de lopende rekening niet tot sancties zal leiden, omdat zo'n overschot niet gepaard gaat met accumulatie van buitenlandse schuld en dus niet nadelig uitpakt voor het functioneren van de eurozone.⁹ Wanneer Europa in de toekomst een nieuwe schulden crisis wil voorkomen, dan is het niet verstandig om de huidige overschotlanden op te roepen om het economische beleid van de perifere eurolanden te gaan kopiëren. Het ligt dan wel voor de hand om via een geloofwaardig Pact voor Stabiliteit en Groei de begrotingsdiscipline in Europa te handhaven en om een Europees toezicht op financiële instellingen te introduceren. Het nemen van te grote risico's door banken moet bovendien worden ontmoedigd door maatregelen die ertoe leiden dat verliezen minder gemakkelijk op het bord van de belastingbetaler belanden. Daarnaast moeten de landen die door een te sterke stijging van de arbeidskosten per eenheid product hun concurrentiekracht voortdurend zien verslechteren beleidshervormingen doorvoeren die uitzicht bieden op een betere werking van de arbeidsmarkt.

Jan Donders

* Directeur van de Beroepsopleiding Financieel Economisch Beleidsmedewerker (BoFEB), programmamanager economie van de Rijksacademie voor Financiën en Economie en directeur van de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën.

Literatuur

Centraal Planbureau (2011), *Macro Economische Verkenning 2012*, Den Haag: Sdu Uitgevers.

De Nederlandsche Bank (2011), Nederlands overschot op de lopende rekening hangt samen met spaaroverschot bedrijven, *DNBulletin* (zie hiervoor de website van DNB: www.dnb.nl).

Ecofin Raad (2011), *Council conclusions on an early warning scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, Brussel: Ecofin Raad.

Europese Commissie (2011), *EU economic governance 'six-pack' enters into force*, Brussel, persbericht, 12 december 2011.

Giavazzi, F., en L. Spavanta (2010), *Why the current account may matter in a monetary union. Lessons from the financial crisis in the euro area*, CEPR Discussion Paper 8008, Londen: Centre for Economic Policy Research.

⁹ Ecofin Raad (2011).

- Ridder, P.B. de (2011), De eurozone in crisis, *Economisch Statistische Berichten*, 96(4625), 762-765.
- Schoenmaker, D. (2010), Toekomst van de financiële sector in Europa, *Economisch Statistische Berichten*, 94(4563S), 69-74.
- Teulings, Coen, Michiel Bijlsma, George Gelauff, Arjan Lejour, en Mark Roscam Abbing (2011), *Europa in crisis. Het Centraal Planbureau over schulden en de toekomst van de eurozone*, Amsterdam: Uitgeverij Balans.
- Tweede Kamer (2011–2012), *Raad voor Economische en Financiële Zaken. Brief van de ministers van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie en Financiën*, 21 501-07, nr. 847.