



Extern vermogen en de gevolgen van vergrijzing

Auteur(s):

W.W. Boonstra

De auteur is chef-econoom van Rabobank Nederland en docent Geld- en Bankwezen aan de Faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde van de Vrije Universiteit. Daarnaast is hij bestuurslid van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde. Hij dankt Annelies Hogenbirk en Martin van Oijen voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

w.w.boonstra@rn.rabobank.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4438, pagina 341, 23 juli 2004

Rubriek:

overheidsfinanciën

Trefwoord(en):

Het Nederlandse spaaroverschot van de afgelopen decennia heeft niet geresulteerd in een sterke externe vermogenspositie. Met het oog op de vergrijzing van de bevolking is dit een betreuenswaardige ontwikkeling. Het begrotingsbeleid dient rekening te houden met de overige spaarsaldi in de economie.

Nederland is binnen de emu het enige land met een omvangrijk op kapitaaldekking gebaseerd pensioenstelsel. Daarbij is het opbouwen van buitenlands vermogen met het oog op de vergrijzing van groot belang. Ondanks een structureel nationaal spaaroverschot heeft ons land vandaag de dag een van de meest omvangrijke externe schuldposities binnen de oeso, die zelfs die van de Verenigde Staten, het tekortland bij uitstek, overtreft. Dit proces heeft zich in vrijwel volstrekte stilte voltrokken.

Eerst wordt een kort overzicht gegeven van het Nederlandse economische beleid in de jaren negentig. De internationale vermogenspositie van ons land was hierin een blinde vlek. Daarna wordt stilgestaan bij het belang van de externe positie van ons land met het oog op de vergrijzing van de bevolking. Had deze ontwikkeling kunnen worden voorkomen en welke lessen kunnen hier voor de toekomst uit worden getrokken?

Beleid in de jaren negentig

Aan het begin van de jaren negentig vond in ons land een debat plaats over het nationale spaaroverschot. In dit kader publiceerde de Commissie Economisch Deskundigen van de ser een rapport (ced, 1992).¹ In het debat, dat was aangezwengeld vanuit de PvdA, ging het om de vraag of "het betalingsbalansoverschot op de een of andere manier gebruikt zou kunnen worden om onze nationale economische problemen op te lossen" (Duisenberg, 1992).

De teneur van de meeste bijdragen was nogal afwijzend; het werd een schijn discussie gevonden. Met name de benadering dat het externe overschot een rol zou kunnen spelen bij de oplossing van de problemen op de overheidsbegroting werd - overigens volkomen terecht - ferm van de hand gewezen.

Werkelijke problemen

Ofschoon begin jaren negentig onder meer zowel Koopmans (1992) als Bovenberg (1991) wezen op het belang van het opbouwen van een extern vermogen voor de financiering van de vergrijzing, heeft deze grootheid in het kader van dit debat vreemd genoeg nooit een rol van betekenis gespeeld.² In ieder geval werd het overschot in het lopende verkeer niet als een probleem gezien. Integendeel, meerdere auteurs wezen op het belang van het opbouwen van een extern vermogen met het oog op de toen reeds voorziene vergrijzing van de Nederlandse bevolking. Maar het debat werd snel verlegd naar wat men de werkelijke problemen van Nederland vond, te weten de lage participatiegraad op de arbeidsmarkt en de overheidsfinanciën. De discussie over het nationaal spaaroverschot is begin jaren negentig snel verstomd.

Het in de jaren negentig gevoerde beleid is zeer succesvol geweest in het saneren van de overheidsfinanciën, verbeteren van de marktwerking, het vergroten van de arbeidsparticipatie en het verdedigen van de concurrentiepositie. Het overheidstekort, dat in 1994 nog 4,2 procent van het bbp bedroeg, werd teruggebracht totdat in 2000 voor het eerst sinds begin jaren zeventig een begrotingsevenwicht werd bereikt. De stijgende trend in de staatsschuld werd in de loop van het vorige decennium omgebogen. Tegelijkertijd werd de collectieve lastendruk verlaagd tot onder de veertig procent van het bbp. Ook dit is een niveau dat ons land voor het laatst in de jaren zeventig had gezien. De Nederlandse overheidsfinanciën behoren hiermee tot de meest degelijke in Europa.³

Ook wat betreft de marktwerking is met name onder Paars I forse vooruitgang geboekt, terwijl de Nederlandse banenmotor tussen 1994 en 2002 per saldo ruim één miljoen banen creëerde. Ondanks een gelijktijdige snelle toename van de participatie van vrouwen is de werkloosheid scherp gedaald. De welvaart is hierbij duidelijk gestegen.

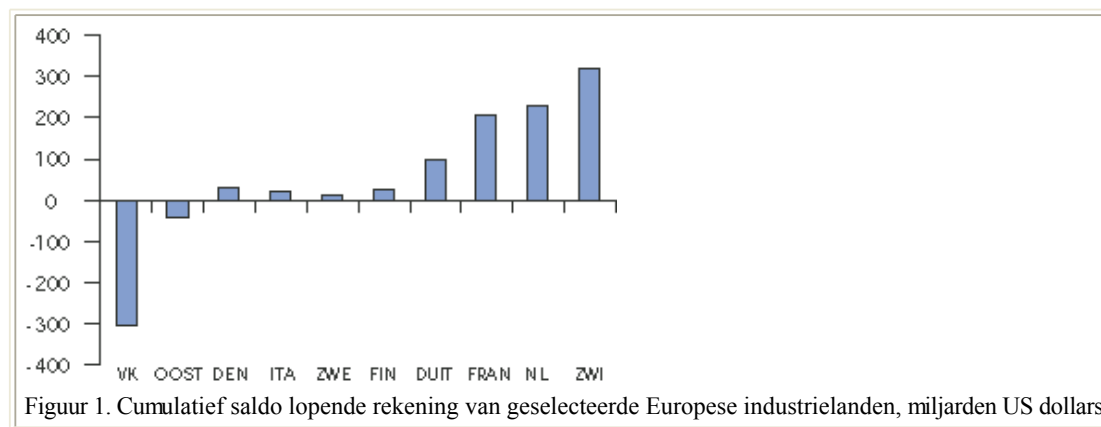
Relatieve positie

Het Nederlandse reële bbp nam tussen 1994 en 2002 met 28 procent toe, waarmee ons land een snelle stijging in de Europese ranglijst heeft doorgemaakt. Daarmee is de geleidelijke verslechtering van de jaren tachtig weer goedge maakt. Ook de financiële positie van de Nederlandse gezinshuishoudingen is in het achter ons liggende decennium sterk verbeterd. Nederland was binnen Europa kort gezegd een van de economische succesverhalen bij uitstek.

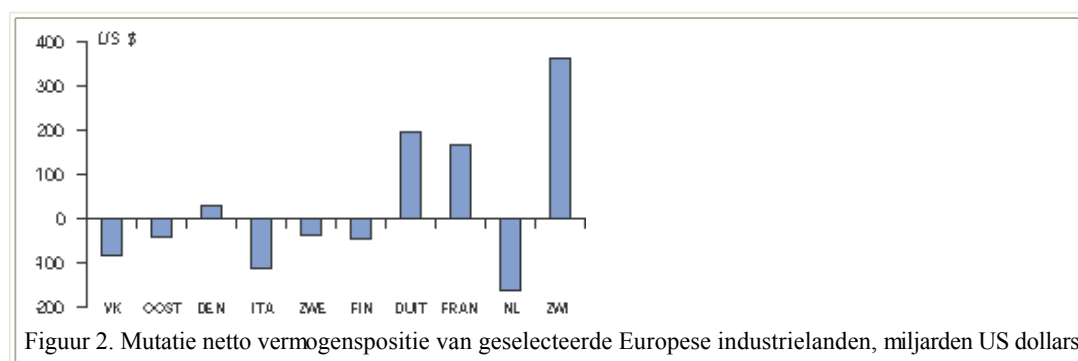
De slechte economische prestaties sedert 2002, mede het gevolg van de internationale laagconjunctuur, hebben weliswaar de glans van het Nederlandse succes wat doen verbleken, maar hebben het sterke fundament dat in de jaren negentig is gelegd gelukkig nog lang niet uitgehold. Ook het verdedigen van de concurrentiepositie, waarbij loonmatiging veelal een belangrijke rol wordt toebedacht, is succesvol geweest. In de loop van de jaren negentig heeft de concurrentiepositie van ons land zich op een hoog niveau staande gehouden, al trad tegen het einde van het decennium enige verslechtering op als gevolg van relatief sterk oplopende loonkosten. De spanning op de arbeidsmarkt vormt hier de onderliggende verklaring. Ondanks de voortdurende zorg voor de concurrentiepositie wist ons land zich als exportnatie goed te handhaven. Nederland is nog altijd de achtste exporteur ter wereld en sedert 1980 wordt ieder jaar een omvangrijk overschot in de buitenlandse handel geboekt.

Internationale vergelijking externe positie

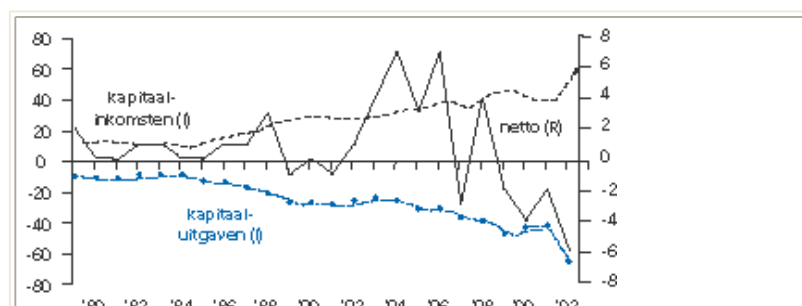
De keerzijde van dit succesverhaal is de verslechterde externe positie van ons land geweest. Het Nederlandse overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, per definitie gelijk aan het nationale spaaroverschot, is zowel absoluut als relatief een van de grootste ter wereld. Alleen Japan en Zwitserland hebben in het tijdvak 1981-2003 cumulatief een groter overschot in het lopende verkeer weten te realiseren. De Nederlandse spaarzin heeft zich echter niet vertaald in de te verwachten netto actiefpositie. Uit [figuur 1](#) blijkt dat Nederland in de periode 1981-2002 een groot overschot op de lopende rekening had. Volgens opgave van het imf bedroeg het cumulatieve overschot bijna 230 miljard dollar. Alleen Zwitserland en Japan (niet in figuur) kenden een vergelijkbaar nationaal spaaroverschot. Dit betekent, dat ons land voor dit bedrag aan het externe vermogen heeft toegevoegd.



[figuur 2](#) toont de mutatie van de netto internationale vermogenspositie tussen 1981 en 2002. Het blijkt dat de netto vermogenspositie van ons land in deze periode desondanks met 160 miljard dollar is verslechterd. Het gat tussen de feitelijke vermogenspositie en hetgeen op basis van het nationaal spaaroverschot mocht worden verwacht bedraagt dus bijna 400 miljard dollar. Eind 2002 bedroeg de netto debetpositie van ons land bijna 130 miljard dollar, oftewel meer dan dertig procent van het bbp.



Uit [figuur 3](#) blijkt vervolgens wat de gevolgen voor de betalingsbalans zijn. Het overschot op de kapitaalinkomstenrekening, dat met het oog op de vergrijzing een welkome en steeds belangrijker aanvulling op het bbp zou moeten vormen, vertoont sinds het midden van de jaren negentig een dalende lijn en is inmiddels omgeslagen in een duidelijk tekort.



Beleggers en ondernemingen

De belangrijkste verklaring voor deze ontwikkeling is dat Nederlandse beleggers structureel lagere rendementen op hun buitenlandportefeuille realiseren dan het rendement dat buitenlanders in Nederland behalen (Boonstra, 2003a; Sparling, 2002; dnb, 2003). Ten tweede heeft het Nederlandse bedrijfsleven grote bedragen verloren bij directe investeringen in het buitenland. Hierbij hebben wisselkoersverliezen nauwelijks een rol van betekenis gespeeld. De grootste bedragen gingen hier verloren aan afgeboekte goodwill bij overnames en bij naderhand te nemen boekverliezen op buitenlandse deelnemingen door bedrijven als Ahold, kpn en Numico. Dit heeft ons land bij de directe buitenlandse investeringen sedert 1994 in totaal ruim 90 miljard euro aan verlies opgeleverd (Boonstra, 2003b).

Wel is Nederland relatief gevoelig voor waardeveranderingen van de buitenlandse activa en passiva. Zo leidt een depreciatie van de dollar met tien procent ceteris paribus tot een vermogensverlies van circa 7 miljard euro op de waarde van de directe investeringen in het buitenland.⁴

De vraag is natuurlijk of het een en ander had kunnen worden voorkomen. Koelewijn (2004) wijst in Het Financieel Dagblad op het falende toezicht op ondernemingen. Aandeelhouders, met pensioenfondsen voorop, hadden falend ondernemerschap eerder en strenger moeten signaleren en aanpakken. Al met al zijn de pensioenfondsen toch de hoedsters van de oudedagvoorziening en daarmee van het grootste deel van het nationaal vermogen.

Extern vermogen en vergrijzing

Nederland heeft, anders dan de andere landen in de emu, een pensioenstelsel dat grotendeels op kapitaaldekking is gebaseerd. De vergrijzing van de bevolking is echter niet alleen een financieel, maar ook een reëel probleem. De pensioenvermogens kunnen voorzien in de financiële dekking van de oude dag, maar bij een versmallend economisch draagvlak aan de aanbodzijde is dat niet afdoende. De gepensioneerden kunnen dankzij hun opgebouwde pensioen immers koopkracht uitoefenen, maar hun 'claim' op de productie komt boven op die van de werkenden. Omdat de verhouding tussen actieven en niet-actieven verslechtert, zal de productie van goederen en diensten per hoofd van de bevolking echter afnemen. In een gesloten economie zou dit betekenen dat tegenover de beschikbare koopkracht een relatief gering aanbod van goederen en diensten staat, waardoor de verdeling uiteindelijk via het inflatiemechanisme zou verlopen.

In een open economie zal de vraag zich echter deels naar het buitenland gaan verplaatsen, waardoor het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans (en dan met name de goederen- en dienstenbalans) na verloop van tijd omslaat in een tekort.

Om de versmalling van het economisch draagvlak te kunnen opvangen, moet daarom niet alleen binnenslands, maar juist ook in het buitenland vermogen worden opgebouwd. Ten eerste levert dit een gestage stroom aan inkomsten op in de vorm van rente en dividenden. In feite betreft dit een aanvulling op het binnenslands gegenereerde inkomen, die een tegenwicht vormt voor de te verwachten verslechtering van de handelsbalans. Ten tweede kan, als de lopende rekening uiteindelijk toch omslaat in een tekort, geleidelijk op het buitenlandse vermogen worden ingeteerd. In de woorden van Bovenberg (1991): "Zo maakt het toenemende kapitaalverkeer kapitaaldekking juist aantrekkelijker ten opzichte van een omslagstelsel. De resulterende hogere rente en beleggingsopbrengsten maken het goedkoper om oudedagsvoorzieningen via kapitaaldekking veilig te stellen".

Gevolgen en lessen

Een land met een grote externe schuldpositie is financieel aanmerkelijk kwetsbaarder dan een land met een crediteurstatus. Toch lijken de gevolgen voor Nederland relatief beperkt te zijn. Immers, ons land maakt sedert 1999 deel uit van de eurozone en heeft geen eigen munt meer. De betalingsbalans heeft daarmee het grootste deel van zijn monetaire betekenis verloren. Sterker nog, de ooit in guldens opgebouwde binnenlandse besparingen vertegenwoordigen sinds de start van de emu ook in de overige lidstaten wettelijke koopkracht. Zo is de Nederlandse schuldpositie in belangrijke mate afgewenteld op de andere emu-lidstaten en zijn we als het ware gered door de euro. Laat de enkeling die nog weemoedig terugdenkt aan de mooie tijden met de 'harde' gulden zich realiseren, dat de financiële markten deze mythe op enig moment hardhandig zouden hebben doorgeprikt.

Hoewel er dankzij de euro geen acute problemen ontstaan, moge het toch ook duidelijk zijn dat het laten 'verdampen' van het gedurende decennia opgebouwde cumulatieve nationale spaaroverschot geen optimale aanwending van middelen is geweest. In een land met grote knelpunten in zorg, onderwijs en infrastructuur, waarin wordt bekibbeld op ontwikkelingshulp en dat zich jaarlijks boos maakt over de afdrachten aan Europa, had de overheid misschien toch een groter deel van het spaaroverschot naar zich toe moeten trekken.

Dat betekent, dat bij de formulering van het begrotingsbeleid de streefwaarde van het saldo op de overheidsbegroting mede zou moeten afhangen van de overige spaarsaldi in de economie. Een hoger spaaroverschot van de particuliere sector zou dan moeten worden weerspiegeld in een groter spaartekort van de overheid, mits deze middelen worden gestoken in zinvolle publieke investeringen.

Conclusie

Met kennis achteraf kan worden geconstateerd dat ons land er niet alleen reëel, maar ook financieel beter voor zou hebben gestaan als de overheid in de jaren negentig een groter deel van de nationale besparingen naar zich toe had getrokken en had geïnvesteerd in onderwijs en infrastructuur. Op zijn minst had het debat hierover moeten worden gevoerd. Want als één ding duidelijk is geworden dan is het wel dit: het blinde vertrouwen dat ons nationale vermogen per definitie altijd het beste door de marktsector kan worden beheerd, is een dure vergissing gebleken.

Literatuur

Boonstra, W.W. (2003a) Nederlands verdwenen vermogen, *ESB*, 4 november 2003, blz. 535- 537.

Boonstra, W.W. (2003b) Nederlands externe vermogen. De rol van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland. *Maandschrift Economie*, 67, blz. 498-517.

Bovenberg, A.L. (1991) *Overvloed en onbehagen. Over sparen en investeren in Nederland*. Oratie aan de Erasmus Universiteit, januari 1991.

Commissie Economische Deskundigen (1992) *Het nationale spaaroverschot*. SER, publicatienummer 92/11.

DNB (2003) Statistisch bulletin december 2003.

Driehuis, W. en R.J. Mulder (1992) Het Nationale Spaaroverschot, *ESB*,

9 september 1992, blz. 873-875.

Duisenberg, W.F. (1992) *Het nationale spaaroverschot en het economische beleid*. Kwartaalbericht DNB, juni 1992, blz. 1-5.

Koelewijn, J. (2004) Het gat van Nederland, *Het Financieele Dagblad*,

24 januari 2004.

Koopmans, L. (1993) Financiering en macro-economische aspecten van het vergrijzingsvraagstuk; een internationale uitweg? *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, 1161, blz. 500-505.

Kuné, J. (2004) *Op weg naar één nationale pensioeninstelling*. Oratie aan de Universiteit van Amsterdam, 4 juni 2004.

Sparling, R.P. (2002) *Het externe vermogen van Nederland*. Themanummer van het Statistisch Bulletin, De Nederlandsche Bank, maart 2002.

1 Een ingekorte versie verscheen in *ESB*, 9 september 1992.

2 Meer recent besteedde Kuné (2004) aandacht aan het belang van het buitenlandse vermogen voor een vergrijzende samenleving.

3 Dat Nederland desondanks in 2004 een 'rode kaart' van de Europese Commissie kreeg omdat het tekort in 2003 en 2004 boven de grens van drie procent bbp uitkomt, zegt meer over de onzinnigheid van de Europese normen dan over de kwaliteit van onze overheidsfinanciën.

4 Deze gevoeligheid wordt veroorzaakt doordat respectievelijk de bruto buitenlandse activa en passiva ieder voor zich circa 350 procent van het bbp uitmaken (Boonstra, 2003a).