

# Lagere besparingen, lagere groei?

H.J. Schotsman\*

**S**inds het begin van de jaren zeventig zijn de besparingen vrijwel voortdurend achtergebleven bij de investeringen. Hoewel er omtrent het spaargedrag geen eensluidende theorie bestaat, kunnen toch enige verklarende factoren op een rij worden gezet, uiteenlopend van de waardestijging van woningen en aandelenprijzen tot demografische veranderingen en de groei van de ondernemingswinsten. Er is geen reden om te verwachten dat het ecart tussen besparingen en investeringen snel zal verdwijnen. Op den duur zou de economische groei hierdoor kunnen stagneren.

Internationale organisaties als de Bank voor Internationale Betalingen, het Internationale Monetaire Fonds en de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling hebben gewaarschuwd voor een tekort aan internationale besparingen. Al te gauw werd daar in de financiële markten de conclusie aan verbonden dat het mis zou gaan met de economieën van de geïndustrialiseerde landen. Een periode van stagnatie, inflatie en huizenhoge rentes zou voor de deur staan. Is de situatie inderdaad zo somber als in de titel wordt gesuggereerd?

## De verstoorde balans

Onmiskenbaar zijn de besparingen in de geïndustrialiseerde landen de afgelopen decennia trendmatig gedaald. Uit figuur 1 blijkt dat zowel op bruto als op netto basis – afschrijvingen vormen het verschil –

een forse teruggang optrad, met name tussen 1972 en 1982<sup>1</sup>. Delen we de besparingen toe aan sectoren dan blijkt dat de dalende tendens in de periode 1972-1982 vooral is geconcentreerd in de overheids sfeer. Bij de gezinsbesparingen is na stijgingen tot rond 1974 ook sprake van een neerwaartse trend. Bij bedrijven is juist een opwaartse beweging waarneembaar sinds het midden van de jaren zeventig (figuur 2). Het investeringsverloop loopt tot op grote hoogte parallel met dat van de besparingen (figuur 3).

Dat neemt echter niet weg dat de besparingen van de geïndustrialiseerde landen al zo'n tien jaar onder de investeringen liggen. In de niet in de figuren opgenomen jaren 1988 en 1989 is de situatie er wat dat betreft niet beter op geworden. Daarbij zij wel aangetekend dat de tekorten van de industriële landen voortdurend geringer zijn dan het in de betalingsbalansstatistieken zoekgeraakte geld.

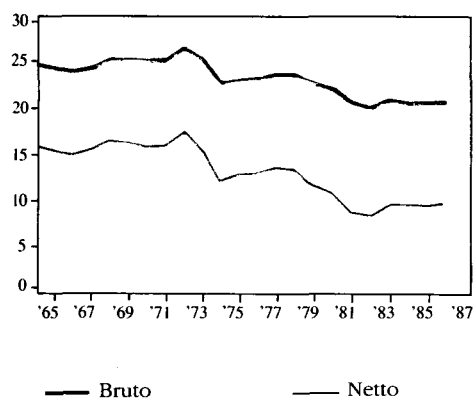
Na 1965 zijn in Japan, West-Duitsland en Nederland vooral de investeringen teruggevallen, terwijl in de VS, het VK, Frankrijk en Australië de besparingen juist daalden. De liberalisatie van het kapitaalverkeer heeft in dit verband als smeermiddel gefungeerd: de groeiende onevenwichtigheden tussen betalingsbalansen konden moeiteloos worden gefinancierd.

In de meeste landen waarover gegevens bestaan, lopen de spaarniveaus sterk uiteen. De bewegingen bij de verschillende onderdelen zijn echter tamelijk synchroon: tussen 1965 en 1974 eerst enige stijging en daarna een daling bij de gezinsbesparingen en een spiegelbeeldig verloop bij de bedrijfsbesparin-

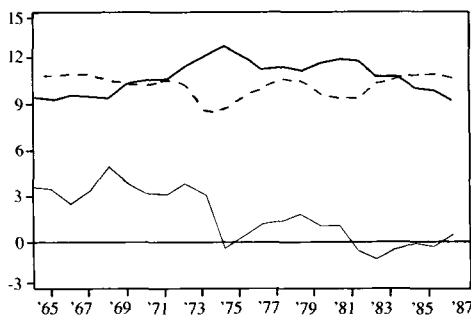
\* De auteur is afdelingsdirecteur Binnenland bij de afdeling Economisch Onderzoek van de ABN AMRO Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. We beperken ons in het vervolg tot de bruto besparingen omdat daarover het meest adequate cijfermateriaal beschikbaar is.

**Figuur 1. Nationale besparingen geïndustrialiseerde landen, bruto (% van het bnp) en netto (% van het ni)**



Bron: IMF, Occasional paper no. 67, *The role of national saving in the world economy*, maart 1990.



— Gezinnen    - - - Ondernemingen    — Overheid

Bron: IMF.

**Figuur 2. Bruto besparingen per sector (geïntegreerde cijfers van de VS, BRD, VK en Canada, % van het bnp)**

gen. Daarnaast hebben de afgelopen twee decennia per saldo dalende overheidsbesparingen opgeleverd. Een uitzondering op dat laatste wordt gevormd door de Japanse overheidsbesparingen die sinds 1978 opliepen tot het peil van 1965. De bedrijfs- en gezinsbesparingen in Canada kenden eveneens een afwijkend patroon.

### De bewegingen toegelicht

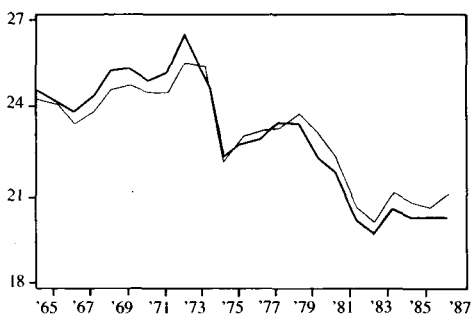
Wat zijn de oorzaken van de hiervoor genoteerde patronen? Om daarover iets te kunnen zeggen behandelen we de drie groepen spaarders afzonderlijk. We beginnen met de voornaamste veroorzaker van de daling bij de besparingen, de overheid.

Vrij algemeen sloegen de overheidsbesparingen in de jaren zeventig om in ontsparringen. (Voor de goede orde: onder overheidsbesparingen wordt verstaan het verschil tussen de lopende inkomsten en de lopende, niet-investeringsuitgaven van de staat.)

In samenhang met de terugvallende conjunctuur na de eerste oliecrisis kwamen overheidsbegrotingen automatisch of dank zij beleidsaanpassingen onder druk. Dit verergerde later doordat de aanwassende staatsschuld tot groeiende rentelasten leidde. Pas in de loop van de jaren tachtig is deze trend in de meeste landen omgebogen door bezuinigingsprogramma's en de aanhoudende economische groei. De VS, Canada en Italië bleven evenwel achter.

Een interessante vraag is of dalende overheidsbesparingen er toe doen. Sommige economen beweren op theoretische gronden dat afnemende overheidsbesparingen worden gecompenseerd door extra ge-

**Figuur 3. Nationale besparingen en binnenlandse investeringen van de geïndustrialiseerde landen (% van het bnp)**



— Besparingen    — Investeringsen

Bron: IMF.

zinsbesparingen. Recent onderzoek wekt de indruk dat dit niet helemaal onwaar is. De compensatie is echter verre van volledig. Een daling van overheidsbesparingen beïnvloedt derhalve wel degelijk de nationale spaarquote.

We gaven aan dat de gezinsbesparingen tot rond 1975 stegen en sindsdien zijn gedaald. De conclusie wordt wel getrokken dat dit spaargedrag van gezinnen was gericht op het handhaven van een bepaald 'vermogen' (inclusief woningbezit). Wordt dat door dalende aandelenkoersen of hoge inflatie aangetast, dan verhoogt men zijn spaarinspanning. Voor de jaren tachtig zou dan het omgekeerde beeld gelden. Met name de afnemende gezinsbesparingen in Japan en de VS in het voorbije decennium zouden te verklaren zijn uit afnemende inflatie en forse prijsstijgingen op de huizen- en effectenmarkten. Terzijde zij opgemerkt dat het verband tussen rentes en spaaractiviteiten van gezinnen zeer labiel is.

We noemen nog enkele factoren die het spaargedrag van gezinnen beïnvloeden. Zo is het aandeel van 65-plussers in de bevolking de afgelopen decennia gestegen. Deze groep heeft veelal een lage of negatieve spaarquote. Een tegengesteld effect heeft de teruggang van het aandeel van kinderen in de bevolking. Vervolgens nam de participatiegraad van vrouwen toe. In de literatuur wordt dit gezien als een factor die de besparingen afremt: het verhoogt de toegang tot consumptief krediet en de noodzaak tot sparen uit voorzorg vermindert er door. Bovendien heeft de uitbouw van sociale-zekerheidsstelsels gedurende de afgelopen decennia de noodzaak van 'appeltjes voor de dorst' verminderd. Ten slotte zijn er aanwijzingen dat in snel groeiende economieën de besparingen relatief hoog zijn; dit omdat dan een groter deel van de bevolking productief is, en actieve mensen sparen relatief meer dan niet-actieve. Deze gedachte kan dienen om bij voorbeeld het spaarverschil tussen Japan en de VS te verklaren. Toegegeven zij overigens dat de causaliteit ook heel goed omgekeerd kan zijn, namelijk dat hoge besparingen tot hoge groei leiden.

We vervolgen met de bedrijfsbesparingen (in feite de ingehouden winsten). Het ligt voor de hand dat de winstontwikkeling van bedrijven hierop van grote invloed is. Daarom verbaast het niet dat de bedrijfsbesparingen in de eerste helft van de jaren zeventig in Japan en Europa sterk zijn teruggevallen en zich de afgelopen jaren hebben hersteld. De achtergronden zijn bekend: in de jaren na de eerste oliecrisis viel de afzet van bedrijven terug. Bovendien hebben bedrijven kostenverhogingen veelal gefinancierd met krediet. Hierdoor stegen de rentelasten. Dit was met name voelbaar in het begin van de jaren tachtig, toen een combinatie van recessie en hoge rente optrad. Door herstructureringen, gunstigere loon- en rentekostenontwikkelingen en de verbeterde conjunctuur is de situatie in de jaren daarna sterk verbeterd. Ten slotte merken we nog op dat empirische studies een duidelijk negatief verband laten zien tussen bedrijfs- en gezinsbesparingen. Dat spoort met het spiegelbeeld-effect waarover we eerder spraken. Vermoedelijk heeft dit met de al aangehaalde factor 'vermogensbeheersing' te maken. Stijgen de bedrijfsbesparingen, dan lopen aandelenkoersen eveneens op. De hierdoor ontstane vermogensvergroting geeft gezinnen een negatieve spaarprikkel.

Kort samengevat worden stijgingen van de besparingen dus veroorzaakt door toenemende inflatie en groei van de economie en/of winstcijfers van de bedrijven. De besparingen dalen door een toenemende participatiegraad van vrouwen, stijging van de huizenprijzen en aandelenkoersen, vergroting van het aandeel 65-plussers of 15-minners en verbetering van de sociale voorzieningen.

### Een bedreiging?

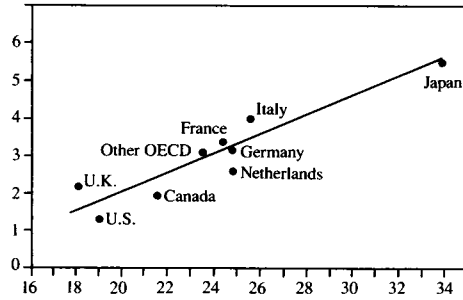
Gevoelsmatig lijkt noch een laag spaarniveau, noch een langdurig gat tussen besparingen en investeringen een goede zaak. Het is evenwel moeilijk om scherp aan te geven wat het optimale spaarniveau is. Ook is niet uitgesloten dat dit niveau vanwege gewijzigde produktiestructuren de afgelopen decennia is verschoven: enerzijds is de rol van de zware industrie afgenomen, anderzijds zijn er steeds meer computers, met vaak een korte levensduur, bijgekomen. Wel kunnen de risico's van een (absoluut of relatief) te laag peil onder de loep worden genomen. Sommige theorieën veronderstellen dat de trendmatige economische groei afhankelijk is van de exogeen bepaalde technische vooruitgang en dat de spaarcijfers er niet toe doen. Recent empirisch onderzoek wijst echter uit dat het spaarniveau wel degelijk positief gecorreleerd is met economische groei. Het is echter tamelijk troebel langs welke schakels de beïnvloeding plaats vindt. In figuur 4 zien we voor enkele industrielanden de verhoudingen tussen besparingen en groei.

Het verband tussen binnenlandse besparingen en investeringen was in de jaren tachtig fragieler dan voorheen. Dit schrijft men toe aan de liberalisatie van het kapitaalverkeer die de afgelopen tien jaren een grote vlucht heeft genomen. Ergo, externe onevenwichtigheden ontstaan en verergeren nu veel sneller dan tien jaar geleden. Dit impliceert een toenemende onzekerheid op valutair terrein.

In landen met spaartekorten is de rente dikwijls hoger dan in landen met spaaroverschotten. In figuur 5 wordt dit, op indicatieve wijze, zichtbaar gemaakt voor een aantal landen die alle een in redelijke mate geliberaliseerd kapitaalverkeer kennen. Er lijkt een duidelijke relatie te zijn tussen de hoogte van de rente in de periode 1985-'89 en het verloop van het saldo op de lopende rekening, een jaar vertraagd. De meevallende positie van de VS op de renteranglijst hangt vermoedelijk samen met de rol van de dollar als sleutelvaluta.

### De jaren negentig

We gingen in de vorige paragraaf in op de problemen die als gevolg van terugvallende besparingen kunnen optreden: minder economische groei, toenemende valutaire onrust en oplopende rentetarieven. De berichten over een toekomstige verslechtering van het spaarsaldo zijn derhalve onheilspellend. In de pers wordt in dit verband gewezen op zaken als de kosten van de renovatie van de Oosteuropese economieën en van de Duitse eenwording, de begrotingsperikelen in de VS, de teruglopende Japanse kapitaalexport en de groei van het aandeel van bejaarden in de bevolking. Om meer zicht te krijgen op de verwachte ontwikkelingen zijn in tabel 1 de belangrijkste factoren die het spaargedrag beïnvloeden, nog eens op een rij gezet. Met plussen en min-



Bron: IMF; OECD, *Historical statistics 1960-1988*.

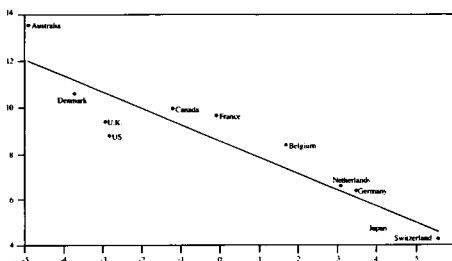
nen is aangegeven of genoemde grootheden in de jaren negentig hogere dan wel lagere niveaus zullen bereiken dan in de afgelopen vijf jaar. De schattingen zijn gemaakt door landenanalisten van de ABN AMRO Bank. De post 'speciale projecten' verdient een toelichting. Projecten die de komende jaren de begrotingen zwaar zullen belasten, zijn de Golfoorlog en de operatie ter redding van de spaarbanken in de VS, de Duits-Duitse integratie en de herstructurering van de Noordengelse regio.

Vervolgens is in tabel 2 per factor is aangegeven of deze de spaarquote in neerwaartse (-) dan wel opwaartse (+) richting beïnvloedt. Daarbij is uitgegaan van de hiervoor geschetste relaties.

In tabel 3 is hetzelfde gedaan inzake de investeringen. Ook hier is per factor aangegeven of deze de investeringen stimuleert (+) dan wel afremt (-).

Hoewel het trekken van conclusies op basis van de tabellen 2 en 3 iets heeft van het optellen van appels en peren, geven we er toch enkele. Dat in de genoemde landen de besparingen onder zware druk blijven en, daarmee samenhangend, de rentetarieven hoog, lezen we er niet uit af. Vermogens effecten werken tegen elkaar in. Demografische factoren lijken een bescheiden negatieve invloed te hebben. Voor het prognostiseren van een periode van malaise en hoog blijvende rentes is op grond van deze exercitie echter geen aanleiding, al zijn de vooruitzichten inzake de overheidsbesparingen zorgelijk.

**Figuur 4. Besparingen (% van het bnp, horizontaal) en reële groei (bnp per werknemer, verticaal)**



**Figuur 5. Lange rente (gemiddeld 1985-'89, verticaal) en saldo lopende rekening (% bnp van 1984-'88, horizontaal)**

Bron: IMF, op. cit., blz. 23.

**Tabel 1. Ontwikkeling enkele variabelen 1991-1995 ten opzichte van 1986-1990**

	VS	Japan	BRD	VK	NL	Tot.
Inflatie	-	+	+	-	+	0
Stijging huizenprijzen	0	-	+	+	0	0
Stijging aandelenkoersen	0	-	+	0	+	0
Groei economie	-	-	+	0	+	0
Sociale voorz./bnp	0	+	0	+	-	0
Winst per eenh. produkt	-	0	-	0	-	-
Kosten speciale projecten	+	0	++	+	0	+
Reële rente	+	+	0	+	-	+
Aandeel 15-minners	0	--	0	-	-	-
Participatie vrouwen	0	+	+	+	+	+
Aandeel 65-plussers	0	+	+	0	+	+

**Tabel 2. Effecten op de spaarquote in de jaren negentig**

	VS	Japan	BRD	VK	NL	Tot.
<i>Spaarquote gezinnen</i>						
Inflatie	-	+	+	-	+	0
Stijging huizenprijzen	0	+	-	-	0	0
Stijging aandelenkoersen	0	+	-	0	-	0
Groei economie	-	-	+	0	+	0
Sociale voorzieningen/bnp	0	-	0	-	+	0
Aandeel 15-minners	0	++	0	+	+	+
Participatie vrouwen	0	-	-	-	-	-
Aandeel 65-plussers	0	-	-	0	-	-
<i>Spaarquote bedrijven</i>						
Winst per eenheid produkt	-	0	-	0	-	-
Groei economie	-	-	+	0	+	0
<i>Spaarquote overheid</i>						
Groei economie	-	-	+	0	+	0
Reële rente	-	-	0	-	+	-
Speciale projecten	-	0	-	-	0	-

**Tabel 3. Effecten op het investeringsgedrag in de jaren negentig**

	VS	Japan	BRD	VK	NL	Tot.
Winst per eenheid produkt	-	0	-	0	-	-
Groei economie	-	-	+	0	+	0

De voorspellingen voor Japan zijn iets gunstiger dan die voor de andere genoemde landen. Het spaarvolume stijgt door de verwachte afzwakkende toename of zelfs daling van de relatief hoge huizen- en effectenprijzen. Het argument dat door de aangetaste vermogensposities van Japanse banken de stroom spaargelden die dat land verlaat zou opdrogen, klinkt niet overtuigend. Door deze solvabiliteitsproblematiek zal slechts de rol van die banken als intermediair in betekenis afnemen. Andere instituten zullen gaarne het werk overnemen. Ook de verwachte forse terugloop van het percentage jongeren bevordert het spaargedrag in Japan.

In de VS staan de besparingen onder druk. Gebrek aan economische groeiprikkels en de problematiek rond de overheidsbegroting (spaarbanken- en Golf-crisis) drukken het spaarvolume. De afnemende inflatie sorteert hetzelfde effect. Vermoedelijk zal een eveneens geringe bereidheid tot investeren de komende jaren tot de broodnodige verkleining van het nationale spaartekort bijdragen.

In Duitsland en, in mindere mate, Nederland komen de besparingen ook onder druk. Stijgende huizen- en effectenprijzen zijn hier debet aan evenals de vergrijzing en een verwachte toename van het aanbod van vrouwen op de arbeidsmarkt. De redelijke groei van de economieën op middellange termijn (Europa '92, Oost-Europa) stimuleert zowel de besparingen als de investeringen. Voor Duitsland geldt dat integratiekosten in de consumptieve sfeer deels op de kapitaalmarkt zullen worden gefinancierd. Juist in dat land zal het spaarsaldo dan ook vermoedelijk teruglopen. De situatie in het VK lijkt eveneens relatief somber. Vermogenseffecten hebben daar een negatieve invloed op het spaarvolume.

### Afsluiting

Terugziend deinen we terug voor al te stellige conclusies over de gevolgen voor de rente. We kunnen er niet omheen dat de door ons gesignaleerde verbanden tussen spaargedrag en verklarende factoren tamelijk 'zacht' zijn. Tegenover elke redenering valt een andere te zetten en de relaties zijn uiteraard niet in een laboratoriumsituatie getoetst. Twee voorbeelden:

- de beurskrach in oktober 1987 tastte de consumptieve uitgaven niet aan;
- toenemende participatie van vrouwen kan ook heel goed de besparingen bevorderen vanwege het inkomenseffect op gezinsniveau.

Omdat zich daarnaast voortdurend 'kip-ei' kwesties en meetproblemen voordoen zijn harde uitspraken niet mogelijk. Niet te ontkennen valt echter dat er enkele redenen zijn om voor de gezamenlijke industrielanden een groter wordend ecart tussen besparingen en investeringen te verwachten. Dat besef leeft momenteel en dat houdt voorlopig de reële rentes hoog. De toekomst zal leren of we met een modelgril of een ernstig probleem te doen hebben.

**Hein Schotsman**