

Nog meer sparen met het oog op de vergrijzing?

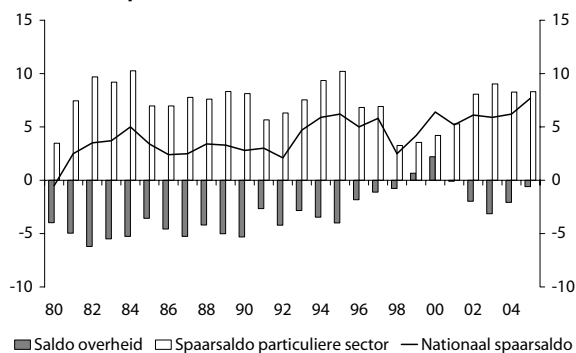
Inleiding

Het CPB heeft in een poging om de gevolgen van de vergrijzing in kaart te brengen een majeure studie uitgebracht. De financiële problematiek van de vergrijzing blijkt in de visie van het Planbureau nog ernstiger dan gedacht. Het CPB beveelt dan ook aan om in het jaar 2011 een begrotingsoverschot van 3% van het BBP te bereiken. Hoewel de uitkomst van de CPB-exercitie intuïtief tot de verbeelding spreekt, kunnen er wel degelijk vraagtekens bij worden geplaatst. Als ons land nog meer gaat sparen, waar moeten de spaaroverschotten dan naar toe?¹

Nederland, land van spaarders

De Nederlandse overheidsbegroting vertoont vrijwel altijd een tekort. Zo kunnen na 1960 slechts 4 jaar met een begrotingsoverschot worden opgetekend (1961, 1973, 1999 en 2000). Hier staat echter een veel groter spaaroverschot van de particuliere sector tegenover. Dit leidt tot een nationaal spaaroverschot, hetgeen tot uiting komt in een structureel positief saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans.

Grafiek 1: Spaarsaldi Nederland



Bron: CPB

Noot: voor het jaar 1995 zijn de saldi gecorrigeerd voor de bruteringsoperatie betreffende de woningcorporaties.

Als de aanbevelingen van het CPB ten aanzien van de overheidsbegroting worden opgevolgd zal dit spaaroverschot nog verder worden opgevoerd. Dit ziet het CPB als een goede zaak, omdat ons land op deze

manier vorderingen op het buitenland kan opbouwen. Deze kunnen te zijner tijd helpen om de gevolgen van de vergrijzing op te vangen. Immers, als de bevolking vergriest zullen de pensioenfondsen per saldo gaan uitkeren. Dan kunnen de bestedingen de productie gaan overtreffen, omdat de productieve basis van ons land door de krimpende beroepsbevolking relatief kleiner zal worden. Daardoor moet ons land meer invoeren dan het kan uitvoeren en dan zijn buitenlandse bezittingen waarop kan worden ingeteerd wel zo prettig. Op het eerste gezicht een waterdichte redenering. Bij nadere beschouwing doemen echter enkele wezenlijke vragen op.

Spaaroverschot en extern vermogen

Aan de aanbevelingen van het CPB liggen meerdere aannames ten grondslag. Een daarvan is, dat een nationaal spaaroverschot per definitie altijd leidt tot het opbouwen van netto vorderingen op het buitenland. De tweede veronderstelling, die verderop in dit Themabericht wordt besproken, is dat andere landen bereid zijn om onze spaaroverschotten op te nemen om die te zijner tijd weer met rente terug te betalen. Wat betreft de eerstgenoemde aanname: het blijkt in de praktijk dat dit helaas lang niet altijd het geval is. Op grond van de overschotten uit het verleden zou men verwachten dat ons land in de loop der tijd grote buitenlandse netto-bezittingen heeft opgebouwd. DNB rapporteert echter in haar vermogensstatistieken dat ons land eind 2004 een kleine netto schuld had aan het buitenland. Een verschil van honderden miljarden euro's vergeleken met hetgeen men op grond van de spaaroverschotten zou verwachten. Het CPB verwijst overigens zelf ook naar een artikel van één van zijn medewerkers, A.P. Kusters, die reeds in 1997 op dit verschijnsel wees.² Hij duidde dit verschil aan als het 'zwarte gat'. Het Planbureau wijt het verschil in de huidige studie vooral aan statistische problemen, al wijst het ook op wat het noemt de 'ongelukkige hand' van Nederlandse beleggers en investeerders in het buitenland. Naar de toekomst toe

¹ Ewijk, C. van, N. Draper, H. ter Rele & E. Westerhout (2006), *Ageing and the Sustainability of Dutch Public Finances*, CPB special report 61, maart.

² Kusters, A.P. (1997), *Het zwarte gat van Nederland*, CPB, Onderzoeksmemo 137, Den Haag, juli.

wordt dit probleem door het Planbureau echter genegeerd: het CPB rekent gemakshalve met een jaarlijks rendement van 3% op het netto externe vermogen, gedefinieerd als de som van lopende rekeningsaldi. Deze houding van het Planbureau wekt de nodige bevreemding. Want ga er bij wijze van conservatieve aanname eens vanuit dat ons land eind 1981 nog geen netto vermogen had³. In de jaren 1982 – 2005 had ons land jaarlijks een overschot op de lopende rekening, dat cumulatief uitkomt op bijna € 310 miljard. DNB registreert voor 2005 echter een netto buitenlandse schuld van € 42 miljard⁴. Het gat van circa € 350 miljard is te groot om eenvoudigweg af te doen als een registratieprobleem. Het lijkt er op dat het Planbureau enkele belangrijke ontwikkelingen over het hoofd ziet. Het door het CPB gesignaleerde gat blijkt namelijk voor een groot deel goed op economische gronden te verklaren. En die verklaring zet nadrukkelijk vraagtekens bij de wijsheid om het nationale spaarsaldo nog verder op te voeren.

Extern vermogen en betalingsbalans

Om het ‘zwarte gat’ tussen het cumulatieve overschot op de lopende rekening enerzijds en de door DNB gerapporteerde netto externe schuld te verklaren, moet eerst de betalingsbalans aan een nadere beschouwing worden onderworpen. Daarbij moet niet alleen worden gekeken naar de ontwikkeling op de lopende rekening, maar juist naar de andere helft van de betalingsbalans: de financiële rekening. Daarop staan de financiële transacties met het buitenland geregistreerd. Vroeger werd deze rekening vooral gezien als de rekening waaraan kon worden afgelezen hoe het saldo op de lopende rekening werd gefinancierd. Landen met tekorten moesten dit financieren via intering op hun reserves of het aantrekken van buitenlands kapitaal. En landen met een overschot konden deze via de financiële rekening in het buitenland beleggen.

In de wereld van vandaag, waarin voor de meeste industrielanden sprake is van vrij internationaal kapitaalverkeer, heeft de financiële rekening echter een geheel eigen dynamiek gekregen. Niet gehinderd

door kapitaalrestricties kunnen beleggers, ongeacht het saldo op de lopende rekening van hun land, besluiten om in het buitenland te beleggen. Bedrijven kunnen op basis van strategische overwegingen besluiten om in het buitenland posities op te bouwen door middel van directe investeringen. Wat dit betreft kan worden gedacht aan het oprichten van nieuwe productielocaties, maar ook aan fusies met of overnames van buitenlandse bedrijven. Voorzover het nationale spaarsaldo tekort schiet om de kapitaaluitvoer te financieren, vangt het internationale bancaire verkeer het verschil op.

In de afgelopen decennia heeft zich als het ware een explosie in het grensoverschrijdende kapitaalverkeer voorgedaan. Daardoor hebben de meeste industrielanden zeer grote wederzijdse bruto vermogensposities opgebouwd. Voor een klein land als het onze betekent dit, dat zowel de buitenlandse activa (bezittingen) als de buitenlandse passiva (schulden) meer dan 400% van ons BBP bedragen. Nederlandse bedrijven en beleggers houden omvangrijke portefeuilles in het buitenland aan en vice versa.

Wat is de relevantie van dit verschijnsel voor de opbouw van een extern vermogen? Het bestaan van grote grensoverschrijdende vermogensposities betekent dat het rendement daarop een zelfstandige factor wordt in de ontwikkeling van het netto buitenlandse bezit. Een klein rekenvoorbeeld kan dit verduidelijken. Eind 2005 hadden Nederlandse ondernemingen directe investeringen in de VS ter waarde van circa € 80 miljard. Zou de dollar in 2006 met 10% in waarde dalen tegenover de euro, dan zou dat alleen al in de categorie directe investeringen een vermogensverlies opleveren van € 8 miljard. Ook als men ‘gewoon’ een verlies op een deelneming in het buitenland moet incasseren, zoals bijvoorbeeld enkele jaren geleden Ahold en Numico in de VS of KPN in Duitsland, dan leidt dit ook tot een verlies aan Nederlands vermogen in het buitenland. Als men beseft dat Nederlandse beleggers bovendien grote aandelenposities in de VS hebben, waar ook koerswinst en of -verlies op wordt geboekt, dan wordt duidelijk dat dergelijke vermogenseffecten al spoedig het saldo op de lopende rekening in omvang overtreffen.

Het probleem is, dat vermogenseffecten niet op de

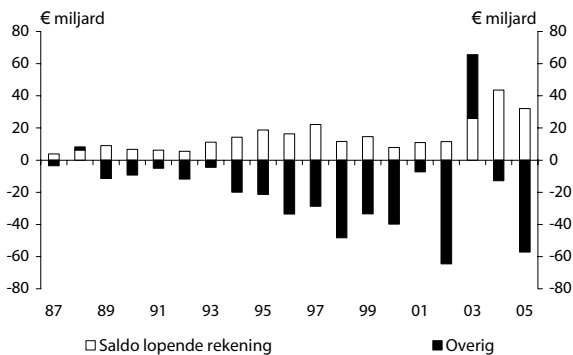
³ Waarschijnlijk kende ons land in het begin van de 20^e eeuw al een forse netto actiefpositie. Zie M. van Nieuwkerk, *Hollands Gouden Glorie*, Haarlem 2005.

⁴ zie www.dnb.nl.

betalingsbalans worden geregistreerd. Daar worden immers alleen betalingsstromen geboekt. Een vermogenswinst- of verlies leidt niet tot een betaling en wordt derhalve niet geregistreerd.

De verandering in het netto buitenlandse vermogen van ons land is dus allang niet meer een eenvoudige optelsom van de overschotten in het lopende verkeer, zoals het CPB aanneemt. Bovenop de lopende rekeningssaldi komen de netto in het buitenland geboekte vermogenswinsten- of verliezen, terwijl de winsten die buitenlanders in ons land weten te boeken hierop juist in mindering moeten worden gebracht. Door de enorme wederzijdse vorderingen van landen, is het relatieve belang van de lopende rekening steeds minder geworden. Dit kan voor ons land worden geïllustreerd met grafiek 2, waarin de verandering in het externe vermogen van ons land is uitgesplitst in het saldo op de lopende rekening en 'overige effecten', waarin de vermogenseffecten zijn samengevat. Het blijkt, dat de 'overige effecten' meestal dominant en daarbij veelal negatief zijn geweest.

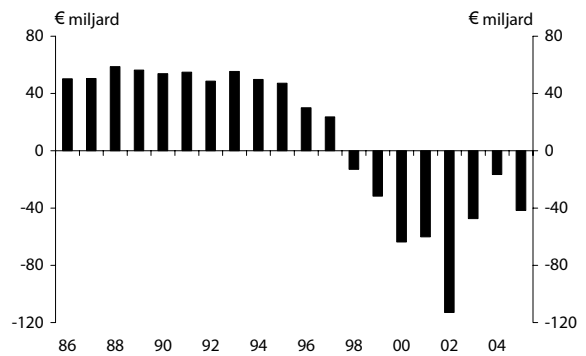
Grafiek 2: De verandering in het externe vermogen



Bron: DNB

Uit grafiek 3 blijkt, dat ondanks de Nederlandse spaaroverschotten, de externe vermogenspositie van ons land in de loop der jaren per saldo is verslechterd. Dit heeft vele oorzaken, maar belangrijke factoren waren grote verliezen op directe investeringen in het buitenland, valutaverliezen en het feit dat buitenlandse aandelenbeleggers in Nederland meestal hogere rendementen haalden dan Nederlandse beleggers in het buitenland. Alles overwegende kan worden geconcludeerd dat de aanname van het CPB, dat een nationaal spaaroverschot per definitie leidt tot de opbouw van een extern vermogen, in de praktijk helaas geen opgeld doet.

Grafiek 3: Het Nederlandse netto externe vermogen



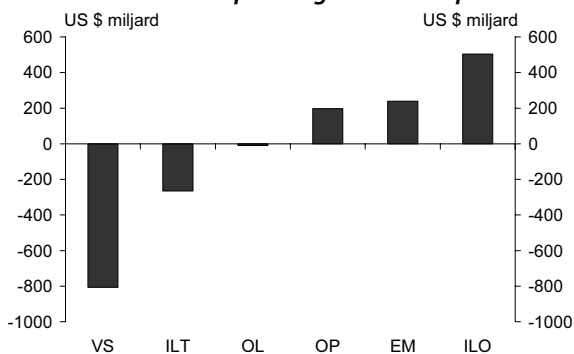
Bron: DNB

Mondiaal perspectief

De aanbeveling om de nationale besparingen verder op te voeren kent nog een belangrijke aanname. Er wordt namelijk verondersteld dat andere landen bereid zijn om via betalingsbalanstekorten schulden op te bouwen, die men te zijner tijd weer zal aflossen. De wereld als geheel is immers een gesloten systeem, dus het is alleen zinvol om via nationale spaaroverschotten te sparen voor de vergrijzing als niet alle landen tegelijkertijd door de vergrijzingsgolf worden getroffen. Idealiter bouwen industrielanden nu spaaroverschotten op die worden aangewend voor investeringen in emergent markets en ontwikkelingslanden. Daar ligt de productiviteitsgroei hoger en heeft men nog een stevige inhaalslag in welvaart te maken. De productieve aanwending van westers kapitaal draagt bij aan de ontwikkeling van deze landen. Als de industrielanden vergrijzen en moeten interen op hun vermogen, kan het buitenlands geïnvesteerde kapitaal weer worden gerepatriëerd. Op zichzelf is ook deze redenering waterdicht. Maar zijn er eigenlijk wel landen genoeg die de spaaroverschotten van landen als Nederland willen opnemen? Het probleem is namelijk, dat er nog maar relatief weinig landen, en vrijwel geen emergent markets, met spaartekorten meer zijn. Dit wordt geïllustreerd door grafiek 4, waarin de mondiale verdeling van nationale spaarsaldi over de wereld staat weergegeven. Het blijkt, dat anno 2005 de meeste alle landen in de wereld een spaaroverschot hadden en dat naast de VS en Australië, eigenlijk alleen een paar grotere EU-lidstaten nog een significant spaartekort hebben. Het spaartekort van de VS heeft zich ontpopt als hét zwarte gat bij uitstek van de wereldeconomie. Nu hebben de VS inderdaad een jongere bevolking dan

de meeste Europese landen. Het probleem is alleen dat de buitenlandse verplichtingen van de VS grotendeels in dollars luiden. Men moet vrezen dat die dollars op het moment dat de VS hun buitenlandse schulden gaan aflossen aanmerkelijk minder waard zullen zijn dan vandaag de dag. Een onverhoopte dollarcrisis, zoals beschreven in ons Economisch Kwartaalbericht van maart 2006, zou onder andere een groot deel van het Nederlandse externe vermogen doen smelten als sneeuw voor de zon. Dus ook deze tweede veronderstelling is op zijn minst twijfelachtig.

Grafiek 4: Mondiale spreiding nationale spaarsaldi



Bron: Ecwin

Legenda: VS = Verenigde Staten, ILT = overige industrielanden met een spaartekort, OL = ontwikkelingslanden, OP = olieproducerende landen, EM = emerging markets en IL = industrielanden met een spaaroverschot.

Wat dan?

Op grond van het voorgaande is het duidelijk dat het op voorhand niet per definitie zinvol is om ons nationale spaaroverschot drastisch op te voeren in de veronderstelling dat hiermee vorderingen op het buitenland kunnen worden opgebouwd.⁵

Hiermee is echter de ratio van de aanbeveling van het CPB om de overheidsfinanciën op orde te brengen en te streven naar een begrotingsoverschot niet verdwenen. Het terugdringen van de staatsschuld maakt via lagere rentelasten binnen de overheidsbegroting middelen vrij om de extra uitgaven uit hoofde van de vergrijzing op te vangen. Men moet er echter naar streven om in ons land een zodanig investeringsklimaat te creëren dat de spaaroverschotten die daardoor dreigen te ontstaan waar mogelijk op productieve wijze binnen de nationale grenzen

kunnen worden geïnvesteerd. Dit moet niet gebeuren door extra overheidsuitgaven, maar wel door het scheppen van een gunstig investeringsklimaat voor ondernemingen. Door de kapitaalintensiteit van de economie verder te vergroten kan de productiviteit verder worden opgevoerd. Daarmee kan vervolgens de versmalling van het economisch draagvlak uit hoofde van de krimp van de beroepsbevolking worden gecompenseerd. Wat geldt voor Nederland geldt veelal in nog sterkere mate voor de rest van Europa. Op dit moment kent de EMU nog enkele landen met forse spaartekorten, zoals Frankrijk, Spanje en Italië, waarin zonder wisselkoersrisico kan worden geïnvesteerd. Ook deze landen moeten zich echter op de vergrijzing gaan voorbereiden, hetgeen zal leiden tot afname van hun spaartekort. Het saneren van de overheidsfinanciën en het scheppen van een goed investeringsklimaat moeten EU-breed hoog op de beleidsagenda staan. Niet alleen met het oog op de vergrijzing, maar zeker ook om de welvaart en de concurrentiepositie van Europa te waarborgen.

Tot besluit

Het CPB beveelt in zijn vergrijzingsstudie aan om de overheidsfinanciën op orde te brengen en een overschot op de overheidsbegroting te creëren. Gezien de te verwachten uitgavenstijging als gevolg van de vergrijzing is dit een behartigenswaardig advies. Als uitvloeisel van de aanbevelingen van het CPB zal, zonder aanvullend beleid, ook het nationale spaaroverschot verder oplopen. Dit is niet per definitie gunstig. Het is namelijk lang niet zeker dat een nationaal spaaroverschot in de praktijk ook daadwerkelijk leidt tot netto vorderingen op het buitenland. Daarom is het beter om ernaar te streven dat binnen ons land en de rest van Europa een beter investeringsklimaat ontstaat. Dan kunnen de nationale besparingen worden aangewend ter versterking van de Europese economie, in plaats van ze te laten verdwijnen in de zwarte gaten van andere landen.

mei 2006

Wim Boonstra (030 - 2166617)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

⁵ Zie ook W.W. Boonstra, *Extern vermogen en de gevolgen van vergrijzing*, ESB, 23 juli 2004 of A.H.J. Kolnaar, *De blinde vlek in het Nederlandse sociaal-economische beleid*, Kwartaalschrift Economie, december 2005.