

Occasional Studies  
Vol. 12 - 6

# Het nationale spaaroverschot ontleed

Jurriaan Eggelte,  
Rini Hillebrand,  
Thomas Kooiman  
en Guido Schotten

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

*Centrale bank en prudentieel toezichthouder financiële instellingen*

---

©2014 De Nederlandsche Bank n.v.

*Auteurs*

Jurriaan Eggelte, Rini Hillebrand, Thomas Kooiman en Guido Schotten.

Met de serie 'Occasional Studies' beoogt de Bank inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor de Bank relevante gebieden.

De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van de Nederlandsche Bank.

*Redactiecommissie*

Jakob de Haan (voorzitter), Lieneke Jansen (secretaris), Hans Brits, Pim Claassen, Maria Demertzis, Peter van Els, Jan Willem van den End, Maarten Gelderman.

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de Bank.

Verzoeken voor een abonnement en voor toezending van een exemplaar kunt u richten aan:

De Nederlandsche Bank n.v.  
Afdeling Communicatie  
Postbus 98  
1000 AB Amsterdam  
Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

# Het nationale spaaroverschot ontleed

Jurriaan Eggelte, Rini Hillebrand, Thomas Kooiman en Guido Schotten<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Met dank aan Paul Mul, Peter Keus en Gerrit van den Dool.



# Inhoud

	<b>Samenvatting</b>	5
1.	<b>Introductie</b>	9
2.	<b>Het vorderingensaldo van bedrijven</b>	17
3.	<b>De rol van multinationals in het spaarsaldo</b>	27
	Box 1 De rol van bijzondere financiële instellingen	30
	Box 2 De relatie tussen het spaaroverschot en het externe vermogen	37
4.	<b>Het vorderingensaldo van huishoudens</b>	39
	Box 3 Hoe worden beleggingsinkomsten gedefinieerd?	46
5.	<b>Tot besluit</b>	49
	<b>Literatuur</b>	51
	<b>Appendix Definities en begrippen</b>	53
	<b>Publicaties in deze serie vanaf januari 2003</b>	63



# Samenvatting

Het Nederlandse spaaroverschot is de afgelopen decennia sterk toegenomen. In 2013 ligt de kernindicator voor het spaaroverschot, het overschot op de lopende rekening, met 10,2% van het bruto binnenlands product op het hoogste niveau ooit. Deze studie ontleedt het hoge spaaroverschot en kijkt in het bijzonder naar bedrijven en huishoudens. Dat zijn de sectoren waar zich in de loop der tijd grote veranderingen hebben voorgedaan en waar Nederland het sterkste afwijkt van andere Europese landen.

Het vorderingensaldo van niet-financiële vennootschappen, de maatstaf voor het spaarsaldo van het bedrijfsleven, is sinds eind jaren negentig flink gestegen. Dat reflecteert lagere binnenlandse investeringen en hogere ingehouden winsten. Meer dan voorheen zijn de bedrijfswinsten in het afgelopen decennium gedreven door de winsten van buitenlandse dochtermaatschappijen. Winstinhouding is bij bedrijven met directeuren-grotaandeelhouders uit fiscale motieven te verklaren. Meer in het algemeen gebruikt het bedrijfsleven de ingehouden winsten, behalve voor de financiering van binnenlandse investeringen, voor de inkoop van eigen aandelen, de versterking van de balans en de financiering van buitenlandse investeringen. Dat laatste aspect is in het bijzonder van belang bij de interpretatie van de besparingen van multinationals.

Als de grote buitenlandse belangen van Nederlandse multinationals in oenschouw worden genomen, is het hoge vorderingensaldo van het Nederlandse bedrijfsleven beter te begrijpen. In landen met grote buitenlandse belangen, zoals Nederland, spaart het bedrijfsleven doorgaans meer dan in landen met weinig belangen. De winsten die dochtermaatschappijen behalen, komen volgens de statistische afspraken volledig aan de moedermaatschappij toe, ook als ze lokaal worden ingehouden ter financiering van investeringen. Aldus worden investeringen in het land van de dochtermaatschappij gefinancierd met besparingen uit het land van de

moedermaatschappij. De winsten uit buitenlandse belangen gaan in Nederland vooral naar beursgenoteerde bedrijven, die voor een belangrijk deel in buitenlandse handen zijn. Voor zover zij die winst als dividend uitkeren, stroomt die grotendeels naar buitenlandse beleggers. Maar als zij die winst inhouden, draagt dat bij aan een hoger Nederlands spaaroverschot.

Het vorderingensaldo van Nederlandse huishoudens is vanaf begin jaren negentig juist flink afgenomen. Sinds de crisis is deze trend weliswaar omgebogen, doordat het vorderingensaldo door lagere investeringen in woningen iets is opgelopen. Maar het huidige niveau ligt nog altijd ruim onder de waarden die in de jaren tachtig gebruikelijk waren. De belangrijkste reden voor het lagere vorderingensaldo is dat de individuele besparingen van huishoudens op een lager niveau zijn komen te liggen, vooral doordat de overwaarde op de eigen woning is verzilverd. Tegelijkertijd zijn echter ook de collectieve besparingen van huishoudens voor het pensioen gedaald, hoewel de premies sneller zijn gestegen dan de uitkeringen. Die daling is een gevolg van de lagere beleggingsinkomsten van pensioenfondsen, die meetellen in de collectieve besparingen. Een belangrijke kanttekening is dat de beleggingsinkomsten van pensioenfondsen neerwaarts worden vertekend door de winstinhouding van de bedrijven waarin zij aandelen hebben. Doordat dit deels buitenlandse bedrijven betreft, drukt die winstinhouding het Nederlandse spaaroverschot.

Nederland heeft een uitzonderlijke financieel-economische structuur. Door de fiscale stimulering van zowel hypotheekschuld als pensioenvermogen hebben huishoudens lange balansen. Het pensioenvermogen is erg groot ten opzichte van de omvang van de economie, en mede om die reden voor een belangrijk deel in het buitenland belegd. Om historische redenen heeft Nederland bovendien een relatief groot aantal multinationals binnen haar grenzen. Gecombineerd met de toegenomen handels- en



inkomensstromen als gevolg van de globalisering van de economie maken deze omstandigheden het saldo op de lopende rekening moeilijk eenduidig te interpreteren.

Geeft het hoge saldo op de lopende rekening aanleiding tot zorg over macro-economische onevenwichtigheden? Het antwoord op die vraag is gemengd. Niemand zal betogen dat Nederland minder multinationals zou moeten hebben. En de uitsplitsing van het spaaroverschot laat zien dat niet eenvoudigweg kan worden gesproken van 'onderbesteding'. Het hoge saldo op de lopende rekening is veeleer een uiting van een ander soort onevenwichtigheid: de uitzonderlijke financieel-economische structuur van Nederland. Het verdient aanbeveling om deze structuur geleidelijk te normaliseren. De eerste stappen daartoe zijn overigens al gezet.

In dit licht is het verstandig dat de Europese Commissie het saldo op de lopende rekening slechts als een startpunt gebruikt voor nadere analyse, en de onderliggende ontwikkelingen analyseert alvorens beleidsconclusies te verbinden aan de omvang van het spaarsaldo.



# 1. Introductie

9

Het nationale spaarsaldo staat sinds de crisis weer volop in de aandacht. Gebleken is dat binnen het eurogebied door de persistente spaartekorten grote financiële kwetsbaarheden waren ontstaan. Om die in de toekomst voor te zijn, heeft de Europese Commissie een macro-economische onevenwichtigheidsprocedure in het leven geroepen (EC 2011). Ter signalering van onevenwichtigheden hanteert zij een scorebord met verschillende macro-economische indicatoren. Een van de belangrijkste is het saldo op de lopende rekening, de kernindicator voor het nationale spaarsaldo. Voor het driejaarsgemiddelde van het saldo op de lopende rekening geldt in de procedure niet alleen een ondergrens van -4% bruto binnenlands product (bbp), maar ook een bovengrens van 6% bbp. De gedachte is dat zowel een spaartekort als een spaaroverschot een onevenwichtigheid kan zijn. Een aanhoudend tekort wijst op een situatie van overbesteding; een aanhoudend overschot op een situatie van onderbesteding.

Het Nederlandse saldo op de lopende rekening bevindt zich in 2013 op 10,2% van het bbp, het hoogste niveau ooit. Met een gemiddelde omvang in de afgelopen drie jaar van 9,2% ligt het overschot ruimschoots boven de grens van 6% van de Europese Commissie. Alleen in 2008 en 2009 kwam het overschot in de afgelopen tien jaar onder die grens. Hoe is het hoge overschot te verklaren? Om die vraag te beantwoorden, ontleedt deze studie het spaaroverschot.

Het vervolg van dit hoofdstuk introduceert de twee perspectieven op het spaarsaldo (het saldo op de lopende rekening en het vorderingensaldo) en geeft de twee hoofdredenen om in deze studie de nadruk te leggen bij bedrijven en huishoudens. Bij deze sectoren zijn in de afgelopen decennia grote veranderingen opgetreden en de Nederlandse ontwikkelingen wijken in deze sectoren ook het sterkste af van het eurogebied. Het spaarsaldo van bedrijven komt in hoofdstuk 2 aan bod, waarna hoofdstuk 3 dieper ingaat op de rol van de multinationals. Vervolgens analyseert hoofdstuk 4

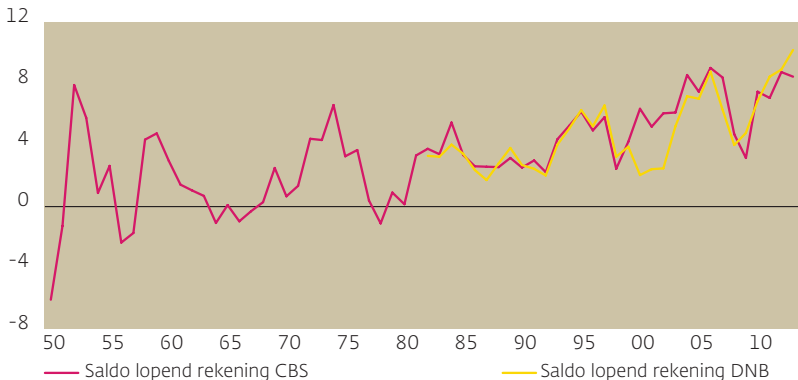
- 10 het spaarsaldo van huishoudens. Het slothoofdstuk plaatst kanttekeningen bij de bruikbaarheid van het nationale spaaroverschot als beleidsindicator. Een appendix licht de definities toe van de begrippen die in deze studie worden gehanteerd.

## Het saldo op de lopende rekening en het vorderingensaldo

De lopende rekening van de betalingsbalans biedt een eerste perspectief op het spaaroverschot. DNB en het CBS hanteren verschillende definities, maar beide cijfers wijzen de laatste jaren in dezelfde opwaartse richting en liggen boven de door de Europese Commissie gehanteerde grens van 6% bbp (grafiek 1). Na de revisie van de Nationale rekeningen in juni 2014 zijn de verschillen tussen beide cijfers afgenomen. In de recente jaren zijn die beperkt, met uitzondering van 2013. Voor dat jaar ligt het cijfer van DNB

### Grafiek 1 Het saldo op de lopende rekening 1950-2013

Procenten bbp



Toelichting: Het CBS-cijfer is vanaf 2010 conform de gereviseerde cijfers Nationale rekeningen. Het DNB-cijfer is vanaf 2001 uitgedrukt in het gereviseerde bbp.

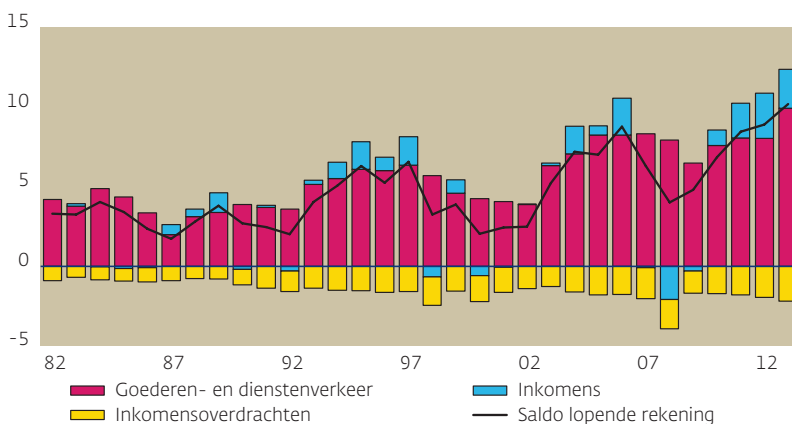
Bron: CBS en DNB.

ruim 1,5%-punt hoger.<sup>2</sup> De cijfers van DNB zijn in de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure leidend.

Grafiek 2 geeft een beeld van de ontwikkelingen op de lopende rekening, door het saldo op te splitsen in de saldi van de verschillende deelrekeningen. Nederland heeft al decennialang een handelsoverschot (het saldo goederen- en dienstenverkeer). Het saldo op de inkomensoverdrachtenrekening is

## Grafiek 2 Decompositie lopende rekening 1980-2013

Procenten bbp



Bron: DNB.

- 2 DNB publiceert gegevens over het saldo van lopende transacties met het buitenland uit hoofde van haar verantwoordelijkheid voor de betalingsbalans en het CBS als opsteller van de Nationale rekeningen. De cijfers van het CBS en DNB lopen uiteen door methodologische verschillen, verschillende revisiemomenten en het gebruik van ander bronmateriaal. Zo gebruikt DNB voor het dienstenverkeer de meest actuele niveaus uit de dienstenstatistiek, terwijl het CBS daar correcties op maakt uit oogpunt van continuïteit en integratie met andere cijfers in de Nationale rekeningen. Het CBS en DNB werken nauw samen om verschillen te reduceren, bijvoorbeeld door in toenemende mate dezelfde informatiebronnen in te zetten. In september 2014 reviseert DNB de cijfers vanwege de overstap op de nieuwe betalingsbalansvoorschriften van het IMF.

12 echter voortdurend negatief. Het derde onderdeel, het saldo op de inkomensrekening, draagt in de meeste jaren positief bij aan het spaaroverschot, al zijn er wel grote schommelingen.

Als een land meer spaart dan het binnenlands investeert, ontstaat er een vordering op het buitenland. Het saldo op de lopende rekening is dan ook ongeveer gelijk aan het 'nationale vorderingensaldo'.<sup>3</sup> Dit is het tweede perspectief dat aan de orde komt. Het vorderingensaldo, dat het CBS opstelt als onderdeel van de Nationale rekeningen,<sup>4</sup> kan zowel netto als bruto worden gepresenteerd. Het verschil bestaat uit de afschrijvingen op kapitaal-goederen. Voor het vorderingensaldo, als som van beide componenten, maakt dat niet uit (zie appendix). In deze studie komen beide presentatie-wijzen voor; bij een internationale vergelijking zijn brutocijfers gebruikelijker, bij de analyse van de Nederlandse ontwikkelingen de nettocijfers.

Grafiek 3 geeft een uitsplitsing van het vorderingensaldo naar de afzonderlijke sectoren. In de jaren tachtig zijn het vooral de huishoudens die veel sparen, gemiddeld iets minder dan 6% bbp. Maar sinds de tweede helft van de jaren negentig is die rol overgenomen door de bedrijven. Sinds de eeuwwisseling bedraagt hun vorderingensaldo ruim 6,5% bbp. Het vorderingensaldo van de financiële sector lag recent hoger dan voorheen, maar is als percentage van het bbp altijd van een relatief beperkte omvang geweest. Het vorderingensaldo van de overheid vertoont grote schommelingen, maar is in de meeste jaren negatief.

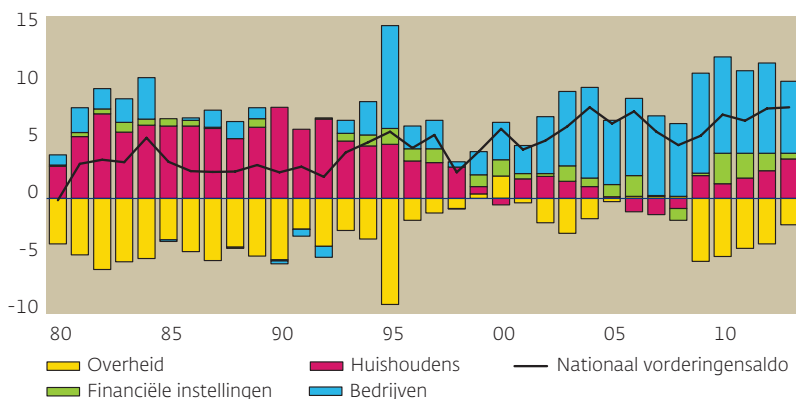
---

3 De post 'kapitaaloverdrachten' zorgt voor een klein verschil tussen het vorderingensaldo en het saldo op de lopende rekening (zie appendix).

4 Een herziening van de Nationale rekeningen heeft meestal een substantiële invloed op de cijfers. Deze studie gaat zoveel mogelijk uit van de cijfers na de recente revisie van het CBS in juni 2014. Omdat veel nieuwe cijfers nog niet ver zijn teruggelegd, worden waar dat relevant is ook de oude cijfers gepresenteerd.

## Grafiek 3 Vorderingensaldo naar sector 1980-2013

Procenten bbp



Gereviseerde cijfers Nationale rekeningen vanaf 2001. De uitschieter in 1995 is het gevolg van de verzelfstandiging van de woningcorporaties, toen de overheid toekomstige subsidies afkocht. In de Nationale rekeningen is deze zogenaemde bruteringsoperatie geregistreerd als een kapitaaloverdracht van de overheid aan bedrijven ter grootte van EUR 14,9 miljard.

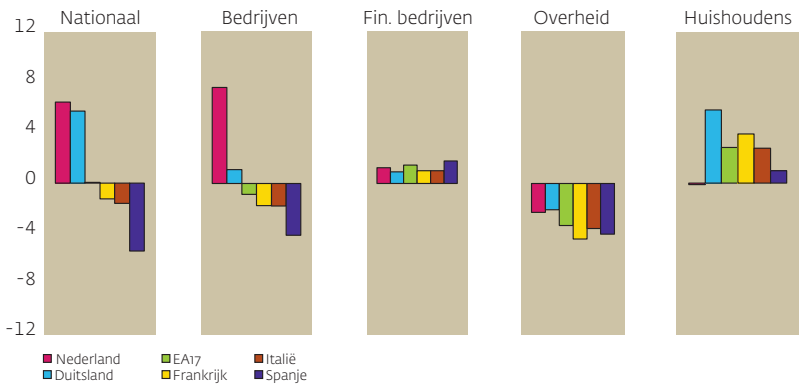
Bron: CBS.

## Een Europese vergelijking

Met het hoge vorderingensaldo wijkt Nederland in de afgelopen tien jaar af van de andere landen in het eurogebied (grafiek 4). Van de grote eurolanden komt alleen Duitsland enigszins in de buurt. Ook de samenstelling van het vorderingensaldo is atypisch. In andere Europese landen sparen huishoudens meestal meer dan bedrijven, maar in Nederland lagen de verhoudingen in de afgelopen tien jaar omgekeerd. Het vorderingensaldo van huishoudens is in Nederland ondanks de hoge collectieve besparingen juist aanzienlijk lager dan in de meeste eurolanden. Het hoge Nederlandse spaaroverschot komt volledig voor rekening van het bedrijfsleven. Exclusief het bedrijfsleven spaart Nederland juist minder dan andere eurolanden.

## Grafiek 4 Vorderingensaldo in internationaal perspectief 2003-2012

Procenten bbp, gemiddeld niveau



Voor Nederland betreft het cijfers vóór revisie Nationale rekeningen.

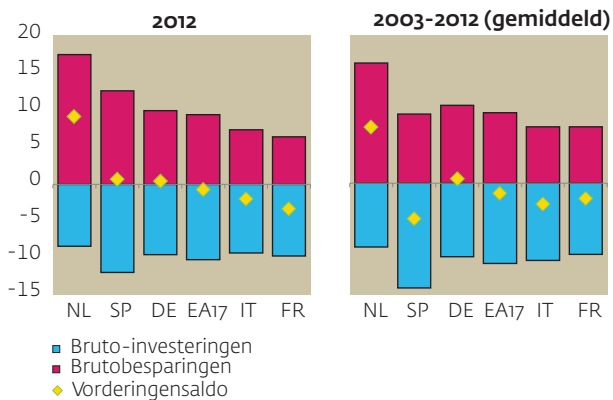
Bron: Eurostat.

Grafiek 5 toont hoe dit verschil is te herleiden tot de onderliggende brutobesparingen en bruto-investeringen. In 2012 liggen de brutobesparingen in Nederland meer dan 8%-punt bbp hoger dan in het eurogebied en de bruto-investeringen bijna 2%-punt lager. Ook in de afgelopen tien jaar hadden Nederlandse bedrijven al relatief hoge brutobesparingen en lage bruto-investeringen. Het volgende hoofdstuk gaat nader in op het vorderingensaldo van het Nederlandse bedrijfsleven.



## Grafiek 5 Vorderingensaldo bedrijven in internationaal perspectief

Procenten bbp



Voor Nederland betreft het cijfers vóór revisie Nationale rekeningen.

Bron: Eurostat.



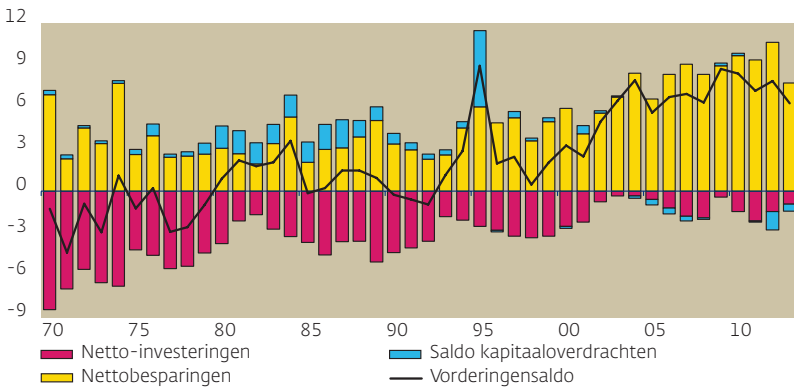
## 2. Het vorderingen- saldo van bedrijven

Het vorderingensaldo van bedrijven is sinds eind jaren negentig flink toegenomen (grafiek 6). In 2013 bedraagt het 6,3% bbp.<sup>5</sup> De decompositie van het vorderingensaldo leert dat de netto-investeringen een minder belangrijke bijdrage aan het hogere vorderingensaldo leverden dan de nettobesparingen.

17

### Grafiek 6 Vorderingensaldo van het bedrijfsleven 1970-2013

Procenten bbp



Gereviseerde cijfers Nationale rekeningen vanaf 2001.

Bron: CBS.

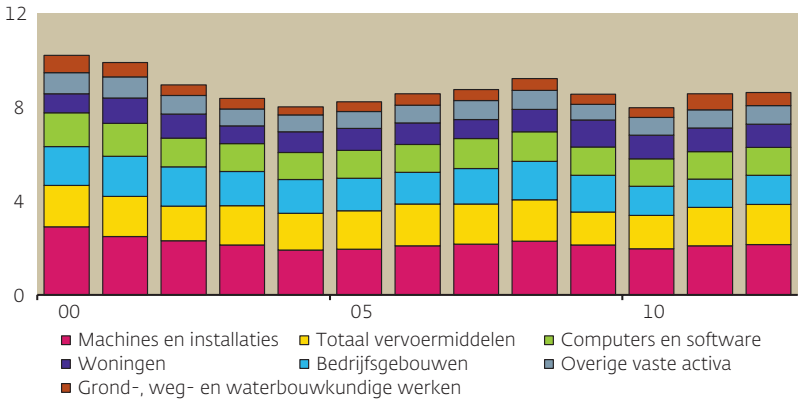
5 De enige keer voor de eeuwwisseling dat een vergelijkbaar hoog niveau werd gehaald, was het gevolg van een eenmalige kapitaaloverdracht aan woningcorporaties in 1995. De woningcorporaties worden in de classificatie van de Nationale rekeningen tot de bedrijven gerekend.

## Lagere bedrijfsinvesteringen

De netto-investeringen liggen sinds de eeuwwisseling beneden de niveaus van voor de eeuwwisseling.<sup>6</sup> Grafiek 7 geeft meer inzicht in de onderliggende ontwikkelingen door de bruto-investeringen uit te splitsen naar type.<sup>7</sup> Waar de daling in de afgelopen crisisjaren is te herleiden tot lagere investeringen in bedrijfsgebouwen, hangt deze in de eerste jaren na de eeuwwisseling in belangrijke mate samen met de lagere investeringen in machines en

### Grafiek 7 Bruto bedrijfsinvesteringen naar type 2000-2012

Procenten bbp



Cijfers vóór revisie Nationale rekeningen.

Bron: CBS.

6 Tot 2001 staan in de grafiek de investeringen volgens de oude definitie. Bij de recente revisie van de Nationale rekeningen is het investeringsbegrip ruimer ingevuld, onder meer doordat een nieuw type investeringen is gedefinieerd: de investeringen in onderzoek en ontwikkeling (research & development). Daardoor zijn de netto-investeringen vanaf 2001 hoger komen te liggen.

7 Nettocijfers zijn voor de investeringen naar type niet beschikbaar. De grafiek geeft een opsplitsing op basis van de cijfers voor de laatste revisie van de Nationale rekeningen, omdat de nieuwe cijfers nog niet voor een langere periode beschikbaar zijn.

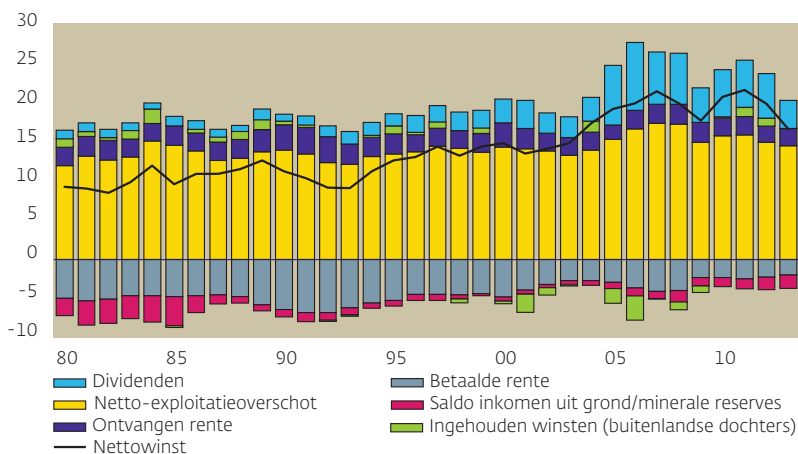
installaties. Die daling viel samen met afnemende investeringen in de industrie. Over de langere termijn zijn ook de investeringen in computers en software iets afgenomen ten opzichte van het bbp. In dat kader moet worden bedacht dat de prijzen van deze ICT-kapitaalgoederen sterk gedaald zijn. Dit heeft geleid tot een substitutie van dure kapitaalgoederen zoals machines door goedkope ICT-apparatuur (Jansen en Ligthart 2014).

## Een betere winstgevendheid

De voornaamste verklaring voor het hogere vorderingensaldo van het bedrijfsleven ligt echter bij de nettobesparingen. Dat de nettobesparingen in grafiek 6 vanaf eind jaren negentig een stijging laten zien, is voor een belangrijk deel het gevolg van een hogere winstgevendheid. Die hogere winstgevendheid blijkt uit beide winstmaatstaven die in grafiek 8 zijn

## Grafiek 8 Decompositie nettowinst 1980-2013

Procenten bbp



Gereviseerde cijfers Nationale rekeningen vanaf 2001.

Bron: CBS.

20 weergegeven: de 'nettowinst' en het 'netto-exploitatietoershot'. De nettowinst resulteert door naast het netto-exploitatietoershot ook allerlei financieële inkomsten en uitgaven in beschouwing te nemen, zoals het saldo inkomen uit grond en minerale reserves,<sup>8</sup> ontvangen dividenden (voor 90% van buitenlandse dochters),<sup>9</sup> de ingehouden winsten van buitenlandse dochters,<sup>10</sup> en de renteontvangsten en -betalingen.

Sinds de eeuwwisseling ligt, in tegenstelling tot wat daarvoor gebruikelijk was, de nettowinst op een hoger niveau dan het netto-exploitatietoershot. Dat komt door lagere rentebetalingen, maar vooral ook door hogere inkomsten uit het buitenland (dividenden, rente-ontvangsten op leningen aan buitenlandse dochters en ingehouden winsten). Meer dan voorheen zijn de bedrijfswinsten in het afgelopen decennium gedreven door de winsten van buitenlandse dochtermaatschappijen. De uiteenlopende ontwikkeling van de beide winstmaatstaven sinds de crisis weerspiegelt voornamelijk het volatiele verloop van de winstbijdrage van de buitenlandse dochters. In 2009/2010 herstelde die winstbijdrage zich (getuige de hogere post 'dividenden') maar recent viel deze weer terug. De inkomsten uit het buitenland komen vooral terecht bij een klein aantal grote bedrijven; in 2010 investeerde slechts 1% van de MKB-bedrijven in het buitenland (CBS 2013).

---

8 Het gaat hier om de exploitatierechten van olie- en gaswinning. Door de delfstoffenwinning ligt het bruto-exploitatietoershot in Nederland hoger dan in andere eurolanden. Het verschil in het winstniveau tussen Nederland en het eurogebied is kleiner bij de brutowinst, niet alleen door de betaalde exploitatierechten, maar ook door het dividend dat de overheid als medeaandeelhouder ontvangt van de bedrijven die de exploitatie uitvoeren.

9 De rest komt voornamelijk van andere Nederlandse bedrijven. In andere eurolanden zijn kruislingse participaties in het binnenlandse bedrijfsleven gebruikelijker en komt er dus meer dividend uit het binnenland.

10 Als dochters meer dividend betalen dan ze aan winst binnenhalen, dan zijn de ingehouden winsten negatief.

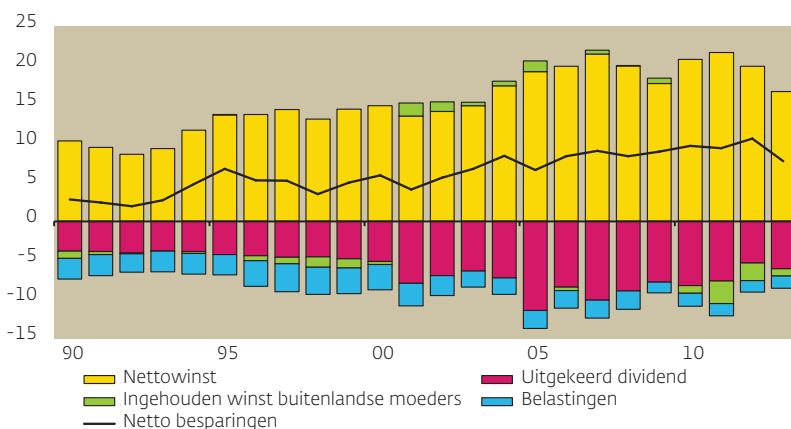
## Hogere ingehouden winsten

De hogere nettowinst vertaalt zich in hoge nettobesparingen, doordat het bedrijfsleven na betaling van belastingen relatief weinig dividend uitkeert aan aandeelhouders. Afgaande op de informatie in de Nationale rekeningen keerde het Nederlandse bedrijfsleven in de afgelopen decennia tussen de 30 en 40% van de nettowinst uit. In het eurogebied lag dit percentage volgens cijfermateriaal van Eurostat ongeveer twee keer zo hoog.<sup>11</sup>

Grafiek 9 splitst de nettowinst uit in belastingen, dividendbetalingen, ingehouden winsten van dochters van buitenlandse moeders, en wat er over blijft: de nettobesparingen.

### Grafiek 9 Decompositie netto-besparingen 1990-2013

Procenten bbp



Gereviseerde cijfers Nationale rekeningen vanaf 2001.

Bron: CBS.

<sup>11</sup> In het afgelopen decennium bedroeg dit percentage in het eurogebied iets minder dan 70%. Italië springt er uit met een percentage van meer dan 85%.

Terwijl de nettowinst als percentage van het bbp is gestegen, is de post 'belastingen' (voornamelijk vennootschaps- en dividendbelasting) iets gedaald. Uitgedrukt in percentage van de nettowinst daalt deze post dan ook van ruim 20% van de nettowinst in de jaren tachtig en negentig tot circa 10% in meer recente jaren. Die daling is uit meerdere factoren te verklaren. Hoewel de grondslag voor de vennootschapsbelasting is verbreed, zijn de tarieven verlaagd (Jansen en Ligthart 2014). Daarnaast is het aandeel van de buitenlandse inkomsten in de winst toegenomen. Vanwege de deelnemingsvrijstelling hoeft over de dividenden uit buitenlandse dochters geen vennootschapsbelasting te worden betaald (om dubbele belasting te voorkomen). Een groter aandeel buitenlandse inkomsten leidt daardoor tot een lager aandeel van de belastingen in de nettowinst.

De rol van in Nederland gevestigde dochters van buitenlandse moeders verdient nadere toelichting. Ook deze ondernemingen maken deel uit van het Nederlandse bedrijfsleven. Hun winst, zowel van activiteiten in Nederland als van hun eigen dochters in het buitenland,<sup>12</sup> telt mee in de nettowinst van het Nederlandse bedrijfsleven. Maar voor de nettobesparingen van het Nederlandse bedrijfsleven is het uitkeringspercentage van deze dochters irrelevant. De dochters dragen per definitie niet bij aan de nettobesparingen van het Nederlandse bedrijfsleven, want hun winst komt volledig toe aan hun buitenlandse moeders. In grafiek 9 zit de winstuitkering in de post dividend; het overblijvende deel valt onder de ingehouden winsten van buitenlandse moeders.

## Redenen voor winstinhouding

Winstinhouding is bij bedrijven met directeuren-grotoaandeelhouders (dga's) voor een deel uit fiscale motieven te verklaren. Meer in het

---

12 Circa 40% van de buitenlandse deelnemingen staat volgens de CBS-statistiek 'Financiën grote ondernemingen' op de balans van dochters van niet-Nederlandse moeders.



algemeen gebruikt het bedrijfsleven de ingehouden winsten behalve voor de financiering van binnenlandse investeringen ook voor de inkoop van eigen aandelen, de versterking van de balans en de financiering van buitenlandse investeringen. Deze redenen komen hieronder aan bod.

Voor dga's is het fiscaal aantrekkelijk om zichzelf weinig loon en dividend uit te betalen, en winsten op de bedrijfsbalans te houden. Zij betalen namelijk over die ingehouden winsten geen vermogensbelasting, en kunnen in het bedrijf pensioenvoorzieningen treffen. De dga's keren slechts een kwart van hun winst na belasting als dividend uit (Commissie Van Dijkhuizen 2013).<sup>13</sup> Het resultaat van de winsthouding is dat een deel van het vermogen van huishoudens op de bedrijfsbalansen staat.<sup>14</sup> Hierbij speelt waarschijnlijk ook een selectie-effect. De sterke groei van het aantal kleine ondernemingen in Nederland doet vermoeden dat veel ondernemers een andere rechtsvorm voor hun bedrijfsactiviteiten hebben gekozen, en niet langer zelfstandig ondernemer zijn (en tot de sector huishoudens behoren), maar dga (Jansen en Ligthart 2014). Het zullen vooral de succesvolle ondernemers zijn die de stap zetten.

De beschikbare financiële middelen (die na de financiering van binnenlandse investeringen overblijven) hebben bedrijven onder andere gebruikt voor verbetering van hun liquiditeitspositie. Dat blijkt uit CBS-statistieken over financiële transacties van niet-financiële vennootschappen. Voor een deel gaat het om liquiditeiten die buitenlandse multinationals op de balansen van Nederlandse dochters hebben geparkeerd. Maar de CBS-statistieken

---

13 Als de ondernemingen met een dga die 100% van de aandelen heeft evenveel dividend zouden uitkeren als de ondernemingen zonder dga, dan zouden de besparingen van deze ondernemingen jaarlijks grofweg 0,5% bbp lager uitkomen (en besparingen van huishoudens navenant hoger). Als zij niet evenveel maar alles zouden uitkeren, is het effect ruim 2% bbp.

14 In 2010 hielden dga's ruim EUR 140 miljard aan vermogen aan in de onderneming, waarvan ongeveer een kwart als pensioenvoorziening (Commissie Van Dijkhuizen 2013).

over de 'Financiën van alle ondernemingen' wijzen uit dat ook andere typen ondernemingen hun liquiditeitspositie hebben verbeterd. Daarnaast is de schuldgroei van bedrijven na de eeuwwisseling sterk teruggefallen. Dit hangt deels samen met het herstel van de balansschade die na het barsten van de dotcom zeepbel was opgelopen (Vandevyvere 2012, Jansen en Ligthart 2014). Bedrijven zijn in reactie daarop minder schuld aangegaan.

Voor beursgenoteerde ondernemingen is de inkoop van eigen aandelen een belangrijke reden om winsten in te houden. Hierbij is in feite, net als bij dividenden, sprake van een uitkering van bedrijven aan aandeelhouders (doordat het aantal uitstaande aandelen afneemt). Desondanks laat deze transactie het vorderingensaldo van het bedrijfsleven ongemoeid. Het gaat hier boekhoudkundig gezien namelijk om een vermogenstransactie; aan de passivakant van de bedrijfsbalans daalt het aantal uitstaande aandelen en aan de activakant nemen de liquide middelen af. Doordat het bedrijfsleven per saldo aandelen inkocht namen in de periode 2006-2008 de uitstaande beursgenoteerde aandelen met gemiddeld EUR 13 miljard per jaar af.<sup>15</sup> In vergelijking met het buitenland is aandeleninkoop in Nederland relatief populair. Uit berekeningen op basis van cijfers van Dealogic blijkt dat in het afgelopen decennium de aandeleninkoop door beursgenoteerde ondernemingen in Nederland met ruim 1% bbp grofweg twee keer zo hoog ligt als in andere Europese landen.

Ten slotte zijn de beschikbare financiële middelen door het Nederlandse bedrijfsleven gebruikt voor de financiering van investeringen buiten Nederland. Uit cijfers van DNB voor de directe buitenlandse investeringen van het Nederlandse bedrijfsleven blijkt dat de nettostroom (het verschil tussen directe buitenlandse investeringen van Nederland in het buitenland en die van het buitenland in Nederland) sinds de eeuwwisseling jaarlijks

---

<sup>15</sup> Hierbij speelt ook mee dat er in deze periode diverse Nederlandse bedrijven van de beurs zijn gehaald.

gemiddeld 1% bbp bedroeg.<sup>16</sup> Vanwege het belang van directe buitenlandse investeringen voor het vorderingensaldo van het bedrijfsleven gaat het volgende hoofdstuk dieper in op de rol van de multinationals.

25

---

<sup>16</sup> Dit is exclusief een eenmalige uitschieter in het jaar 2005. De financiële transacties van het bedrijfsleven worden in dat jaar sterk gedreven door de veranderingen in de organisatiestructuur van Shell (zie hoofdstuk 3).



# 3. De rol van multinationals in het spaarsaldo

Door de globalisering zijn de wereldwijde handels- en inkomensstromen sterk in omvang toegenomen en hebben multinationals een grotere rol in de wereldeconomie gekregen. Nederland heeft relatief grote multinationals. Al in een vroeg stadium zijn Nederlandse ondernemingen, zoals Shell, Unilever en Philips, op internationale schaal gaan opereren met de overname van buitenlandse ondernemingen en de opening van nieuwe vestigingen. Midden jaren tachtig was Nederland al de derde investeerder in de wereld, na de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (Van Nieuwkerk en Sparling 1985). Omgekeerd zijn in de afgelopen decennia ook meer multinationals in Nederland actief geworden. Voor buitenlandse ondernemingen is Nederland niet alleen een aantrekkelijke afzetmarkt, maar ook een gunstige locatie voor het (Europese) hoofdkantoor. Tevens is Nederland een belangrijke schakel in de financieringsstrategie van multinationals.

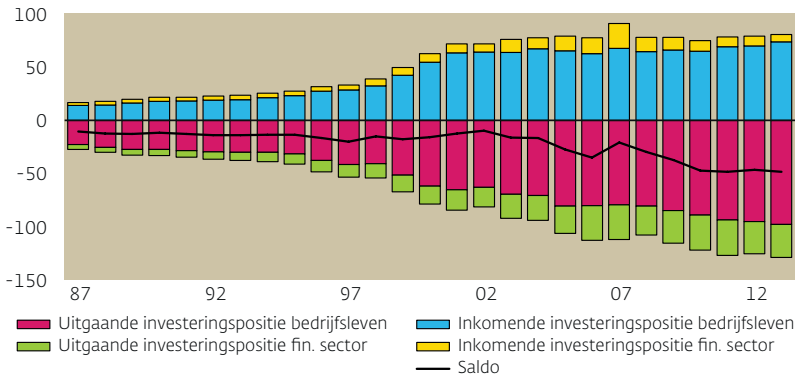
De belangen van Nederland in het buitenland en van het buitenland in Nederland worden geregistreerd als uitgaande en inkomende directe investeringsposities. Vanaf halverwege jaren negentig zijn beide posities in Nederland als percentage van het bbp flink in omvang toegenomen (grafiek 10).<sup>17</sup> Per saldo is Nederland in de afgelopen decennia een investeerder: de investeringspositie van Nederland in het buitenland is groter dan de investeringspositie van het buitenland in Nederland. Die netto directe investeringspositie kan toenemen doordat het buitenland zijn belang in Nederland verkleint, of doordat Nederland zijn belangen over de grens uitbreidt. Dat laatste blijkt het geval te zijn geweest. De uitbreiding van Nederlandse belangen is niet alleen het gevolg van de internationale oriëntatie van de Nederlandse financiële sector, want exclusief de financiële

---

17 Het gaat hier om de cijfers exclusief de bijzondere financiële instellingen. Inclusief deze entiteiten ligt de totale Nederlandse uitgaande directe investeringspositie in 2013 op ruim 550% bbp, en de inkomende investeringspositie op iets minder dan 460% bbp. Dat de netto directe investeringspositie inclusief bijzondere financiële instellingen groter is dan exclusief, komt doordat deze entiteiten zich gedeeltelijk met effecten financieren. Zie ook box 1.

## Grafiek 10 Directe investeringspositie Nederland 1987-2013

Procenten bbp



Bron: DNB.

sector is de Nederlandse netto directe investeringspositie, behoudens een korte onderbreking in 2002/2003, eveneens altijd positief geweest.

## Invloed multinationals op handels- en inkomstenstromen

De transacties die multinationals uitvoeren om hun activiteiten zo kostenefficiënt mogelijk te organiseren, maken het lastiger om goed interpreteerbare en betrouwbare statistieken op te stellen voor het saldo op de lopende rekening en het nationale inkomen (Unece 2011). Zo vindt de handel van multinationals meer dan vroeger plaats tussen verschillende vestigingen, tegen interne verrekenprijzen die kunnen afwijken van marktprijzen. Dat die 'transfer pricing' in Nederland tot een grote vertekening van het handelsoverschot leidt, lijkt echter onwaarschijnlijk. De fiscale prikkels daarvoor zijn niet groot, aangezien de Nederlandse tarieven voor de vennootschapsbelasting niet veel afwijken van die in het buitenland.

Een voor Nederland belangrijker effect is de strategie van multinationals om rechten op intellectueel eigendom onder te brengen bij dochters in landen met een gunstige fiscale behandeling van de inkomsten daaruit. Nederland is een van die landen waarlangs de inkomsten uit royalty's en licenties worden geleid. Dit leidt tot een beperkte opwaartse vertekening van het saldo op de Nederlandse dienstenrekening. Maar omdat de winsten hieruit ook weer als uitgaande inkomsten worden geboekt, heeft dit per saldo geen invloed op het Nederlandse saldo op de lopende rekening.

Ook relevant voor Nederland is de strategie van multinationals om directe investeringsstromen via een omweg naar de eindbestemming te leiden, om zo goed mogelijk gebruik te maken van specifieke nationale fiscale faciliteiten. Vanwege de deelnemingsvrijstelling en het grote aantal belastingverdragen dat Nederland met andere landen heeft, worden veel stromen via Nederland geleid (Lejour en Van 't Riet 2013). Hierbij gebruiken de multinationals zowel dochtermaatschappijen die ook zakelijke activiteiten in Nederland ontplooiën (zie hoofdstuk 2) als bijzondere financiële instellingen (zie box 1). Dergelijke financiële stromen hebben in beginsel geen effect op het saldo op de lopende rekening. Dat ligt anders wanneer multinationals de eigendomsstructuur aanpassen, waardoor hun ingezetenschap verandert.<sup>18</sup> Dit is in Nederland in het verleden onder meer met Shell gebeurd (wat later in dit hoofdstuk aan bod komt).

---

18 Zo zit in de cijfers voor het spaarsaldo van Ierland een grote vertekening doordat financieringsmaatschappijen naar dat land zijn verhuisd (FitzGerald 2013). Die maatschappijen ontvangen wel dividend, maar keren die om fiscale redenen niet uit. Dit leidt in feite tot een kunstmatige verhoging van het Ierse nationale inkomen en een hoger saldo op de lopende rekening.

## Box 1 De rol van bijzondere financiële instellingen

De entiteiten die buitenlandse multinationals in Nederland inzetten voor het optimaliseren van de wereldwijde concernstructuur en financieringsstromen worden bijzondere financiële instellingen genoemd (BFI's). Die BFI's ontplooiën hier geen bedrijfsactiviteiten en hebben vaak slechts een postadres (Broos et al. 2013). Aan de passiva-zijde van de balans trekken BFI's op grote schaal financiële middelen aan, doorgaans in de vorm van directe investeringen, maar soms ook door hier effecten te emitteren. Aan de activazijde zetten zij die opbrengsten ook weer op grote schaal uit, voornamelijk bij buitenlandse groepsmaatschappijen (zowel bij dochters als moeders). Deze financiële stromen en posities zijn substantieel. Het balanstotaal van deze sector bedraagt in 2013 ruim EUR 3.000 miljard.

Ondanks de grotere financiële stromen die door BFI's worden gesluisd, is hun bijdrage aan het saldo op de lopende rekening in beginsel gering. Tegenover ontvangen inkomensstromen (dividend, rentebetaling, ingehouden winst) staan namelijk ook uitgaande inkomensstromen naar de buitenlandse directe investeerder(s). Met het oog hierop heeft DNB de jaarlijkse bijdrage van BFI's aan de inkomensrekening sinds 2004 vastgelegd op EUR 1,5 miljard. De gedachte daarbij is dat BFI's dit inkomenssaldo volledig besteden aan belastingen, lonen en afgenomen diensten. In september 2014 wordt deze simpele aanpak vervangen door een nieuwe, meer nauwkeurige berekeningsmethodiek.

Zwitserland is een ander land waar multinationals een grote invloed hebben op de handels- en inkomensstromen. Dit land kent grote multinationals zoals Glencore, Nestlé en Novartis, en heeft daarom hoge inkomsten uit de netto directe investeringspositie. In 2012 bedraagt het saldo op dit onderdeel van de inkomensrekening circa 5% bbp. In de loop



der tijd hebben multinationals veel winst ingehouden ten behoeve van herinvesteringen in het buitenland, wat heeft bijgedragen aan een hoger overschot op de lopende rekening (IMF 2012). Vanaf midden jaren negentig is de netto directe investeringspositie daardoor verdubbeld tot ruim 60% bbp in 2012. De Zwitserse multinationals zijn veelal in het bezit van buitenlandse beleggers (IMF 2012). Als die multinationals meer dividend zouden uitkeren, zou het Zwitserse saldo op de lopende rekening aanzienlijk lager liggen.

## Verband multinationals en bedrijfsbesparingen

Het hoge vorderingensaldo van het Nederlandse bedrijfsleven is beter te begrijpen als de grote rol van multinationals in ogenschouw wordt genomen. Zoals grafiek 11 laat zien, hebben landen met een grote netto

### Grafiek 11 Multinationals en vorderingensaldo bedrijven

Procenten bbp (gemiddeld over 2003-2012)



Cijfers voor Nederland zijn exclusief BFI's.

Bron: OESO.

directe investeringspositie, zoals Nederland, over het algemeen ook een bedrijfsleven dat meer spaart.<sup>19</sup> Het vorderingensaldo van het Nederlandse bedrijfsleven is weliswaar hoog, maar de Nederlandse netto directe investeringspositie is eveneens van een uitzonderlijke omvang. Dat een grote rol van multinationals tot een hoger vorderingensaldo van bedrijven leidt, is niet verwonderlijk. De investeringen van multinationals worden namelijk geboekt in het land van de dochter, maar de voor de financiering daarvan gebruikte besparingen in het land van de moeder. Een simpel voorbeeld kan dat verduidelijken.

Neem aan dat een moeder in Nederland, een land met een positieve netto positie, een dochter heeft in Portugal, een land met een negatieve netto positie. De winst die de Portugese dochter behaalt, komt boekhoudkundig gezien volledig toe aan de Nederlandse moeder. Stel dat die Portugese dochter de winst op de eigen balans houdt om uitbreidingsinvesteringen te financieren. De statistische regels schrijven dan voor dat dit wordt geboekt als winstinhouding door de Nederlandse moeder, wat tot een hoger vorderingensaldo van het Nederlandse bedrijfsleven leidt en een hoger Nederlands saldo op de lopende rekening. In Portugal doet zich het omgekeerde effect voor. De uitbreidingsinvesteringen van de dochter behoren tot de Portugese bedrijfsinvesteringen, maar de financieringsmiddelen niet tot de Portugese bedrijfsbesparingen. Daardoor leiden de uitbreidingsinvesteringen tot een lager vorderingensaldo van het Portugese bedrijfsleven en een lager Portugees saldo op de lopende rekening.

In Nederland doet dit effect zich versterkt voor. Verschillende grote Nederlandse multinationals zijn namelijk in kapitaalintensieve industrieën

---

<sup>19</sup> In deze grafiek is de netto directe investeringspositie van de totale economie (inclusief de financiële sector) een proxy voor de netto directe investeringspositie van het bedrijfsleven. Internationaal vergelijkbare data voor het bedrijfsleven ontbreken namelijk. Luxemburg is weggelaten uit de figuur omdat in dit land veel directe buitenlandse investeringen in de financiële sector plaatsvinden.

actief, en houden veel winst in om de investeringen in het buitenland te financieren. Een analyse van de jaarverslagen van de grootste niet-financiële beursgenoteerde multinationals (gemeten naar marktwaarde) leert dat zij in 2013 ongeveer 40% van de winst inhielden.<sup>20</sup> De winstinhouding van Shell in de afgelopen jaren bedraagt gemiddeld circa EUR 10 miljard per jaar. Uit de CBS-statistiek 'Financiën alle ondernemingen' valt voorts op te maken dat de chemische industrie een groot deel van de totale winstinhouding voor haar rekening neemt. Vanaf halverwege de jaren nul tekent deze bedrijfstak in de meeste jaren voor meer dan 30% van de totale winst die het Nederlandse bedrijfsleven inhoudt. De chemische industrie is ook de bedrijfstak waar het grootste deel van de buitenlandse deelnemingen van het Nederlandse bedrijfsleven op de balans staat (circa 35% van het totaal). De andere bedrijfstakken die veel winst inhouden, zoals de groothandel, de voedingsmiddelenindustrie en de farmaceutische industrie, beschikken eveneens over relatief veel buitenlandse deelnemingen.

## Hogere inkomsten uit directe buitenlandse investeringen

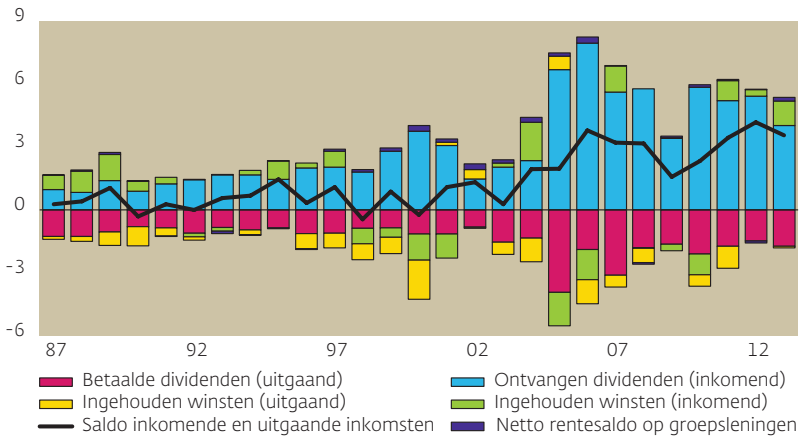
Die grotere inkomende en uitgaande Nederlandse investeringsposities zijn terug te zien in omvangrijkere stromen op de inkomensrekening van dochters naar de moeders (grafiek 12). Het gaat hierbij om rente op groepsleningen, uitgekeerde dividenden en ingehouden winsten. Tot de eeuwwisseling was het saldo van inkomen uit directe investeringen

---

<sup>20</sup> Van jaar tot jaar fluctueert de winstinhouding, omdat zij over het algemeen streven naar stabiele dividenduitkeringen, terwijl de winst ieder jaar varieert. Een kanttekening is dat de winst in de jaarrekening afwijkt van het winstbegrip volgens de Nationale rekeningen. Bij de Nationale rekeningen telt alleen het 'operationeel resultaat'. Afschrijvingen op dochtermaatschappijen of boekwinsten of -verliezen bij het afstoten van activa zitten hier niet in, maar vormen doorgaans wel een onderdeel van de winst in de jaarrekening.

## Grafiek 12 Inkomsten bedrijfsleven uit directe buitenlandse investeringen 1987-2013

Procenten bbp



Bron: DNB.

licht positief, maar in de jaren nul nam het sterk toe. Sinds 2006 schommelt het saldo rond 3% bbp.

In Europees perspectief heeft Nederland op dit onderdeel van de inkomensrekening een vrij hoog saldo. Volgens Eurostat-cijfers was het gemiddelde saldo van Nederland in de periode 2002-2011 2,9% bbp. Ter vergelijking, België had in de periode een saldo van -1,7% bbp, Oostenrijk van 0,3% bbp, Duitsland van 0,7% bbp, Frankrijk van 1,3% bbp. Met een positief saldo van 3,1% bbp is alleen het Verenigd Koninkrijk vergelijkbaar met Nederland. Ook dat land heeft een grote netto directe investeringspositie.

Opvallend bij de inkomende stromen in grafiek 12 is de sterke stijging van de dividenden in 2005 naar een structureel hoger niveau. Dit hangt samen met een verandering in de organisatiestructuur van Shell in dat jaar.

De twee moedermaatschappijen in Nederland en het Verenigd Koninkrijk (Koninklijke Olie en Shell Transport and Trading) gingen verder als dochtermaatschappij van het nieuw opgerichte Royal Dutch Shell plc, een houdsteronderneming die volledig tot het Nederlandse bedrijfsleven wordt gerekend. Vóór 2005 gingen dividenden en niet-uitgekeerde winsten van buitenlandse dochters voor 40% naar het Verenigd Koninkrijk, dus buiten Nederland om. Sindsdien wordt de door Shell wereldwijd behaalde winst (langjarig gemiddelde ongeveer 3% bbp) volledig aan Nederland toegerekend, ongeacht of deze winst daadwerkelijk aan de moeder wordt uitgekeerd.

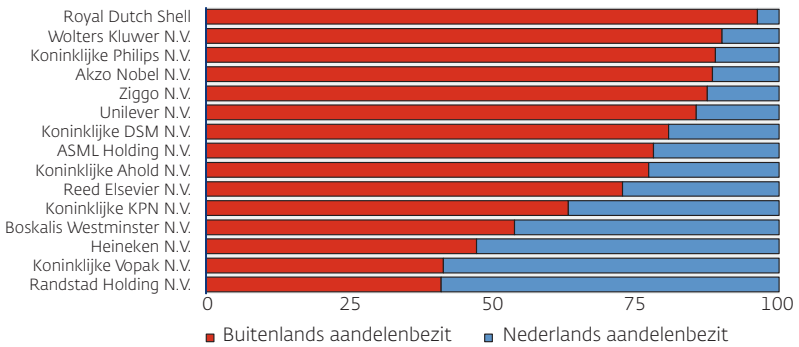
De inkomsten uit het buitenland komen overigens maar bij een klein deel van het Nederlandse bedrijfsleven terecht. Uit de bedrijfsrapportages aan DNB over de periode 2003-2013 blijkt dat de tien bedrijven met de hoogste inkomsten jaarlijks 60 tot 70% van de totale inkomsten uit de directe buitenlandse investeringen voor hun rekening nemen. Voor de dertig grootste bedrijven ligt dat percentage zelfs tussen de 80 en 85. Dit is een logisch gevolg van het feit dat de helft van de uitgaande directe investeringspositie op de balans van slechts vijftien bedrijven staat. Dit zijn vooral beursgenoteerde multinationals, maar ook enkele dochters van niet-Nederlandse moeders.

## Dividendbeleid grote beursgenoteerde ondernemingen

In welke mate de buitenlandse inkomsten van beursgenoteerde multinationals tot een hoger nationaal spaaroverschot leiden, hangt voor een belangrijk deel af van hun dividendbeleid. Het dividendbeleid is bij 'beleggingen', anders dan bij 'investeringen', wel van invloed op de toerekening van de winst (zie appendix). Volgens de IMF-richtlijnen worden ingehouden winsten bij beleggingen namelijk niet aan de aandeelhouders toegerekend, maar aan de onderneming zelf. Die afspraak heeft in Nederland een grote invloed op het nationale spaaroverschot, omdat het buitenland veel in beursgenoteerde ondernemingen belegt. Grafiek 13 brengt het

## Grafiek 13 Buitenlands aandelenbezit van grote beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen ultimo 2013

Procenten; exclusief financiële instellingen



Bron: DNB.

buitenlandse aandelenbezit in beeld voor de grootste beursgenoteerde ondernemingen (in marktwaarde gemeten).<sup>21</sup>

Als de winsten niet worden ingehouden maar als dividend worden uitgekeerd, vloeit een groot deel via de inkomensrekening als effecteninkomsten direct weg naar buitenlandse aandeelhouders. Berekeningen wijzen uit dat het Nederlandse saldo op de lopende rekening in 2013 ongeveer 2,5% bbp lager zou zijn geweest, als alle Nederlandse beursfondsen de volledige winst hadden uitgekeerd. Vanaf halverwege de jaren nul is het effect gemiddeld ruim 3% bbp. Voor een klein land als Nederland is het dividendbeleid van de grote beursgenoteerde ondernemingen een relatief belangrijke factor. In termen van marktwaarde is naar schatting 75% van de aandelen van Nederlandse beursgenoteerde multinationals in handen van het buitenland. Afgezet tegen het bbp komt dit neer op 55%.

<sup>21</sup> Uitgezonderd Ziggo N.V. zijn alle grote beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen multinationals.

Volgens informatie van het IMF ligt dat in andere landen lager: Duitsland (20% bbp), Frankrijk (27% bbp), België (22% bbp) en de Verenigde Staten (18% bbp).

Ingehouden winsten worden in het geval van beleggingen niet als 'inkomen' toegerekend aan de aandeelhouders. Daarentegen wordt de waardeinstijging als gevolg van de winstinhouding wel aan de aandeelhouders toegerekend. Dat verzwakt de relatie tussen het spaaroverschot en het externe vermogen (box 2).

## Box 2. De relatie tussen het spaaroverschot en het externe vermogen

Het externe vermogen van Nederland is het verschil tussen de vorderingen van alle binnenlandse sectoren op het buitenland, en de verplichtingen aan het buitenland. Vaak wordt verondersteld dat een nationaal spaaroverschot tot een hoger extern vermogen leidt, omdat de vorderingen stijgen. Een nationaal spaaroverschot hoeft echter niet een op een te resulteren in een verandering in het externe vermogen.

Stel dat een buitenlandse dochter van de beursgenoteerde onderneming Holland N.V. een onverwachte winstmeevaller heeft van 100 die lokaal op een deposito wordt gezet. In dat geval stijgen de Nederlandse bedrijfsbesparingen met hetzelfde bedrag, omdat Holland N.V. een Nederlandse ingezetene is. Ook de beurswaarde van Holland N.V. neemt met hetzelfde bedrag toe (het bedrijf is immers 100 meer waard). Indien 95% van de aandelen in handen is van buitenlandse beleggers, dan ontstaat tevens een vordering van het buitenland op Nederland van 95. In dit voorbeeld neemt het Nederlandse externe vermogen slechts met 5 toe, terwijl het spaaroverschot met 100 stijgt.

Voor Nederland is al geruime tijd bekend dat er een aanzienlijk verschil bestaat tussen het externe vermogen en het cumulatieve saldo op de lopende rekening. Dit wordt het 'zwarte gat' genoemd. Vaak wordt dit toegeschreven aan de zwakke beleggings- en investeringsprestaties van Nederland in het buitenland (Boonstra 2008). Het beschreven mechanisme vormt een additionele, statistische verklaring voor het zwarte gat.

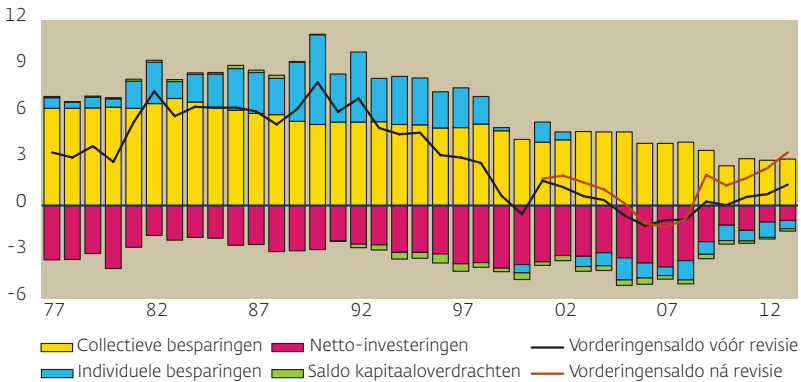


# 4. Het vorderingen- saldo van huishoudens

De spaartrend bij huishoudens staat haaks op die bij bedrijven. Immers, het vorderingensaldo van huishoudens is sinds begin jaren negentig niet gestegen, maar juist gedaald (grafiek 14). Sinds de financiële crisis is de spaartrend wel omgebogen. In 2013 is het vorderingensaldo van huishoudens opgelopen tot 3,4%, het hoogste niveau in de afgelopen tien jaar. Dit niveau is echter nog altijd lager dan in de jaren tachtig en begin jaren negentig gebruikelijk was.<sup>22</sup>

### Grafiek 14 Vorderingensaldo huishoudens 1977-2013

Procenten bbp



De decompositie betreft de cijfers vóór revisie Nationale rekeningen.

Bron: CBS.

<sup>22</sup> Door de revisie van de Nationale rekeningen van juni 2014 is het vorderingensaldo van huishoudens in de periode 2009-2013 1,6%-punt bbp hoger komen te liggen, op gemiddeld 2,2% bbp.

## Hogere woninginvesteringen tot vlak voor de crisis

In de jaren negentig namen de netto-investeringen van huishoudens fors toe ten opzichte van eerdere decennia, zoals grafiek 14 laat zien.<sup>23</sup>

Dit weerspiegelde vooral de sterke uitbreiding van de voorraad koopwoningen en ook de hogere kosten die met het hogere aantal woningtransacties gepaard gingen (de overdrachtsbelasting, makelaarskosten en notariskosten worden als investeringen geboekt). Vervolgens bleven de netto-investeringen in het eerste decennium van deze eeuw op een hoger niveau. Sinds de crisis is de nieuwbouwproductie echter scherp gedaald en zijn de transactiekosten door het geringere transactievolume en de verlaging van de overdrachtsbelasting sterk afgenomen. Daardoor liggen de netto-investeringen in 2013 op een langjarig dieptepunt. Het vorderingensaldo is hierdoor in de voorbije jaren gestaag gestegen.

## Verschillende spaarbegrippen

Bij de analyse van de besparingen van huishoudens is het de gewoonte een onderscheid te maken tussen individuele en collectieve besparingen en deze grootheden uit te drukken in percentage van hun beschikbare inkomen: de individuele en collectieve spaarquote. Bij de individuele besparingen betreft het financiële middelen die huishoudens op de eigen balans houden (zoals deposito's, levensverzekeringen en spaarproducten), bij de collectieve besparingen om financiële middelen die collectief worden aangehouden in het kader van de pensioenvoorziening. Alvorens in te gaan op de ontwikkelingen in beide spaarquotes is het nuttig stil te staan bij de macro-economische betekenis van 'sparen'.

---

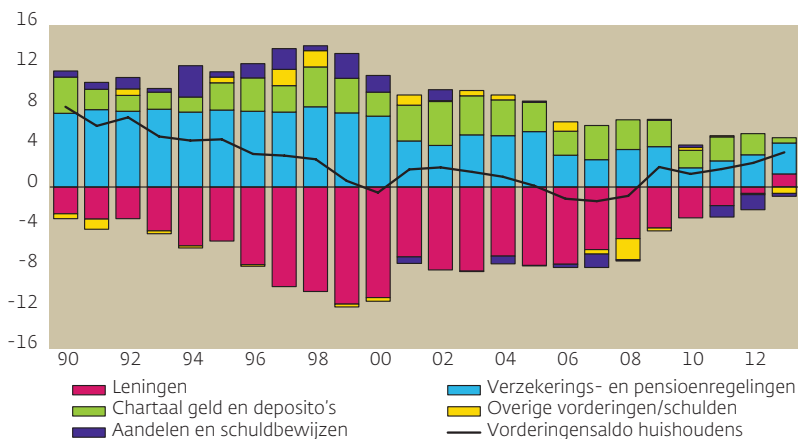
23 De investeringen van huishoudens bestaan voor het overgrote deel uit nieuwbouwwoningen. Ook woningverbeteringen worden sinds de laatste revisie van de Nationale rekeningen als investeringen geboekt. Tot de investeringen van huishoudens behoren ook de investeringen van zelfstandigen ten behoeve van hun eigen bedrijf.

Soms ontstaan misverstanden doordat voorraadgrootheden ('stocks') en stroomgrootheden ('flows') door elkaar heen worden gebruikt. Bij 'sparen' wordt niet zelden gedacht aan het tegoed dat huishoudens op bankrekeningen aanhouden. Dit tegoed is echter geen flow maar een stock, zijnde een deel van het financieel vermogen dat huishoudens in de loop der tijd hebben opgebouwd. Omdat de spaartegoeden jaren achtereen sterk stegen, lijken Nederlandse huishoudens nijvere spaarders te zijn. Maar dat is niet zo. In de macro-economische betekenis gaat het bij 'sparen' om een positief vorderingensaldo van huishoudens: dit is een flow die niet alleen afhangt van de mutatie van het spaartegoed, maar ook van de transacties in andere vorderingen en verplichtingen.

Grafiek 15 laat zien hoe het vorderingensaldo van huishoudens is opgeemaakt uit verschillende transacties. Uit deze decompositie blijkt dat de

## Grafiek 15 Financiële transacties huishoudens 1990-2013

Mutaties in % bbp, netto financiële transacties per financieel instrument



Gereviseerde cijfers Nationale rekeningen vanaf 2001.

Bron: CBS.

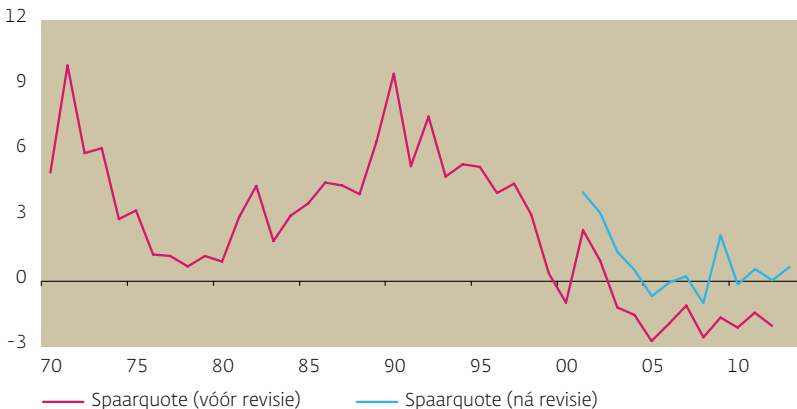
deposito's weliswaar elk jaar toenemen, maar dat ook de leningen (vooral hypotheekleningen) lange tijd fors stijgen. Pas in het afgelopen jaar zijn voor het eerst sinds lange tijd leningen afgelost, waarschijnlijk deels ten laste van de deposito's, getuige de geringere omvang van deze post in 2013. Dat het vorderingensaldo in de afgelopen decennia meestal positief is, komt hoofdzakelijk door de collectieve besparingen (post 'verzekerings- en pensioenregelingen').

## Lagere individuele besparingen

De individuele besparingen van huishoudens zijn in de jaren negentig gedaald (grafiek 16). Tot aan de recente revisie van de Nationale rekeningen was de individuele spaarquote in de afgelopen tien jaar negatief, wat betekent dat huishoudens in die tijdsperiode meer dan hun beschikbare inkomen consumeerden. Bij de revisie zijn echter consumptieve uitgaven in verband met het onderhoud van de eigen woning als investeringen

### Grafiek 16 Individuele besparingen 1970-2013

Procenten beschikbaar inkomen (inclusief correctie pensioenvoorziening)



geclassificeerd en zijn ook andere herzieningen doorgevoerd, waardoor de vrije spaarquote sinds 2001 met meer dan 2%-punt is verhoogd en nog maar in enkele jaren onder nul komt.

De individuele spaarquote wordt gedrukt, doordat ondernemers meer via de balans van het eigen bedrijf zijn gaan sparen (zie hoofdstuk 2). Daarnaast hangt het lage niveau samen met de sterke stijging van de Nederlandse hypotheekschuld. Met die schuld zijn namelijk niet alleen nieuwe woningen gefinancierd maar is ook de overwaarde (het verschil tussen de waarde van de eigen woning en de uitstaande hypotheekschuld) verzilverd die door de jarenlange huizenprijsstijgingen was ontstaan (DNB 2013a).

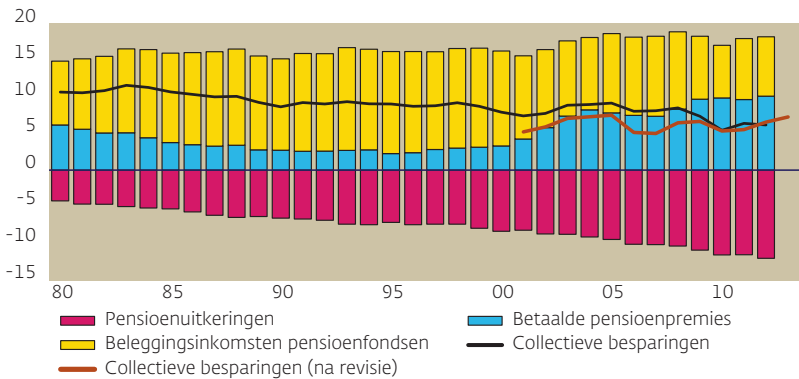
Veel huiseigenaren hebben vooral in de tweede helft van de jaren negentig extra leningen afgesloten, soms voor woningverbeteringen, maar vaak ook voor consumptieve doeleinden. Daarnaast zijn na de eeuwwisseling steeds meer woningen verkocht waarvan de hypotheek (grotendeels) was afgelost. Ook dit leidt tot de verzilvering van overwaarde. Als een starter een hypotheek afsluit om een bestaande woning te kopen, dan neemt op zijn balans het huizenvermogen en de hypotheekschuld toe. Op de balans van de verkoper daalt het huizenvermogen en stijgt het spaartegoed na aflossing van de restschuld. De omvang van die restschuld bepaalt in welke mate het spaartegoed op zijn balans toeneemt. Als er geen overwaarde is, wordt de verkoopsom volledig voor de aflossing van de restschuld gebruikt, terwijl bij een hoge overwaarde het spaartegoed juist sterk toeneemt. Wanneer de extra spaartegoeden vervolgens voor consumptie worden aangewend, drukt dat de individuele spaarquote.

## Lagere collectieve besparingen

De daling van de nettobesparingen is daarnaast het gevolg van een lagere collectieve spaarquote. Uit grafiek 17 blijkt dat deze lager ligt dan vroeger.

## Grafiek 17 Collectieve besparingen huishoudens 1970-2013

Procenten beschikbaar inkomen



De decompositie betreft de cijfers vóór revisie Nationale rekeningen.

Bron: CBS.

In 1983 piekte de collectieve spaarquote op 11,5%, in 2013 ligt deze op 7,2%. Die daling lijkt vreemd, omdat werknemers sinds de eeuwwisseling aanzienlijk hogere pensioenpremies zijn gaan betalen. Daar staat echter tegenover dat de pensioenfondsen ook steeds meer geld uitkeren, nu er geleidelijk meer gepensioneerden zijn. Maar de belangrijkste verklaring voor de lagere collectieve spaarquote, zo leert de decompositie in grafiek 17, is de gedaalde beleggingsinkomsten van pensioenfondsen. Hierbij speelt vooral dat pensioenfondsen door de lagere renteniveaus jaarlijks minder rente-inkomsten ontvangen.

Het rendement dat pensioenfondsen en levensverzekeraars zelf rapporteren, verschilt van de beleggingsinkomsten volgens de definitie van de Nationale rekeningen. De koerswinsten (en -verliezen) die zij op hun beleggingsportefeuille behalen, worden namelijk niet meegenomen in de beleggingsinkomsten. Zoals grafiek 18 toont, waren de overige mutaties (waarin de koerswinsten zijn opgenomen) sinds begin jaren negentig een belangrijke

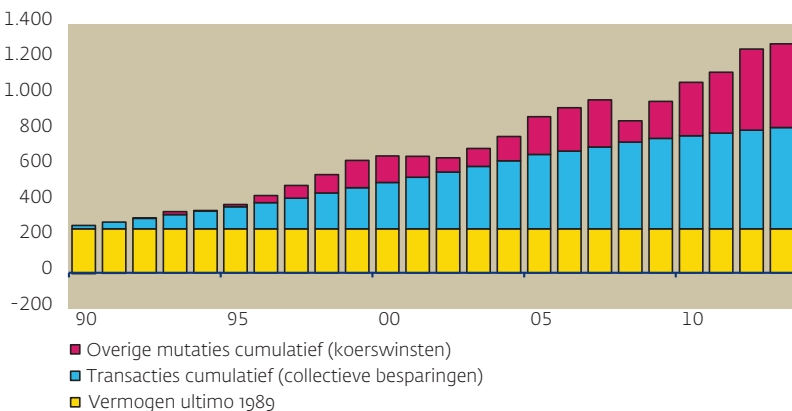
factor in het vermogen van de sector pensioenfondsen en levensverzekeraars. Grote koersverliezen werden geleden in 2001/2002 en 2008. De mutatie in hun vermogen was daarnaast het gevolg van de collectieve besparingen; dit saldo van uitkeringen, premies en beleggingsinkomsten komt in de post transacties tot uitdrukking.

## Vertekening van beleggingsinkomsten

Voor een goed begrip van de beleggingsinkomsten van niet alleen pensioenfondsen, maar ook van huishoudens en andere beleggers, is het belangrijk om de statistische afspraken op dat gebied te doorgronden. De definitie bepaalt niet alleen het inkomen van huishoudens, bedrijven en andere sectoren, en daarmee de sectorale spaarsaldi, maar ook het nationale

## Grafiek 18 Vermogen pensioenfondsen en levensverzekeraars 1990-2013

Miljarden euro



Cijfers zijn van vóór revisie Nationale rekeningen.

Bron: CBS.

inkomen, en daarmee het nationale spaarsaldo. Box 3 geeft een toelichting op de definitie.

### Box 3 Hoe worden beleggingsinkomsten gedefinieerd?

Statistische bureaus hanteren strikte richtlijnen voor wat tot de beleggingsinkomsten van huishoudens, pensioenfondsen en andere beleggers wordt gerekend.

- Het gaat in beginsel alleen om reguliere dividenden en rentebetalingen. Koerswinsten en verliezen op aandelen en obligaties behoren niet tot de beleggingsinkomsten (maar worden geregistreerd als een herwaardering van het vermogen).
- Tot de beleggingsinkomsten worden alleen dividenduitkeringen uit hoofde van het operationele resultaat gerekend. Andere uitkeringen aan beleggers vallen erbuiten, zoals de inkoop van aandelen of de eenmalige uitkering van een zeer hoog dividend ('superdividend').
- Bij de definitie van de rentebaten zijn de kasstromen bepalend. Als een belegger een obligatie koopt die tien jaar geleden is geëmitteerd, zal het effectieve rendement lager zijn dan de couponrente (omdat de marktrente in de tussentijd sterk is gedaald). De couponrente zal dan ver boven het effectieve rendement liggen. Toch worden de beleggingsinkomsten door die couponrente bepaald. Het statistische perspectief wijkt dus af van het beleggingsperspectief.



Vanwege de omvangrijke financiële verplichtingen aan en vorderingen op het buitenland heeft de definitie van beleggingsinkomsten voor Nederland een relatief groot effect op de stromen op de inkomensrekening en daarmee op het nationale spaarsaldo. De buitenlandse financiële bezittingen van Nederland zijn sterk toegenomen, vooral doordat het vermogen dat pensioenfondsen en verzekeraars voor huishoudens beheren sterk is gegroeid en meer dan vroeger over de grens wordt belegd.<sup>24</sup> Zo belegden Nederlandse pensioenfondsen midden jaren negentig nog maar circa 23% van hun vermogen in het buitenland (waarvan ongeveer 15%-punt in aandelen en 6%-punt in vastrentende waarden), nu is dat circa 81% (waarvan ongeveer 35%-punt in aandelen en 40%-punt in vastrentende waarden). Ook de beleggingsportefeuille van verzekeraars kent een sterkere internationale oriëntatie dan in het verleden.

De grote buitenlandse aandelenportefeuille van Nederland betekent dat het saldo op de lopende rekening sterker wordt gedrukt naarmate het buitenlandse bedrijfsleven waarin Nederland belegt meer winst inhoudt. Het totale effect hiervan voor alle Nederlandse sectoren bedraagt sinds halverwege de jaren nul naar schatting 2,5% bbp. In 2013 ligt het net boven dit niveau. Die winstinhouding van het buitenlandse bedrijfsleven leidt vooral tot een neerwaartse vertekening van het vorderingensaldo van de sector huishoudens, omdat bij deze sector verreweg de meeste buitenlandse aandelen op de balans staan (veelal indirect via pensioen- en beleggingsfondsen). Voor Nederland is dit een belangrijker effect dan voor de meeste andere landen. De buitenlandse aandelenbeleggingen van Nederland bedroegen eind 2013 bijna 90% bbp. In Duitsland was dat circa 25% bbp en in de Verenigde Staten ongeveer 40% bbp.

---

24 De definitie werkt uiteraard ook door via de passivakant van de balans, waar de financiële verplichtingen aan het buitenland staan. Dat zijn onder meer de aandelen in Nederlandse bedrijven in het bezit van buitenlandse beleggers (zie hoofdstuk 3). Ook een groot deel van de overheidsschuld bevindt zich in buitenlandse handen.



## 5. Tot besluit

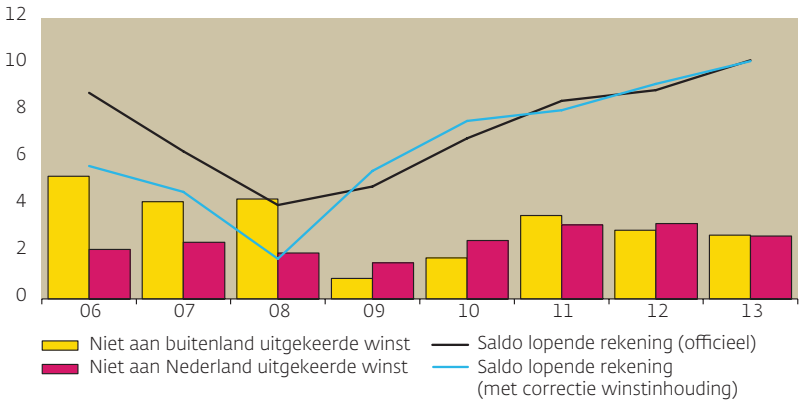
Nederland heeft een uitzonderlijke financieel-economische structuur. Door de fiscale stimulering van zowel hypotheekschuld als pensioenvermogen hebben huishoudens lange balansen. Het pensioenvermogen is erg groot ten opzichte van de omvang van de economie, en mede om die reden voor een belangrijk deel in het buitenland belegd. Om historische redenen heeft Nederland bovendien een relatief groot aantal multinationals binnen haar grenzen. Gecombineerd met de toegenomen handels- en inkomensstromen als gevolg van de globalisering van de economie maken deze omstandigheden het saldo op de lopende rekening moeilijk eenduidig te interpreteren.

Grafiek 19 laat dit zien. In deze figuur wordt gecorrigeerd voor het niet-uitkeren van ingehouden winst aan het buitenland (door multinationals) en aan Nederland (voor de pensioenbeleggingen). In de jaren voor de crisis heeft het gecombineerd effect het saldo op de lopende rekening behoorlijk verhoogd. In recente jaren heffen deze effecten elkaar ongeveer op, maar hebben andere bijzonderheden, zoals de procyclische werking van het pensioenstelsel en de woningmarkt, het saldo vertekend. Dit illustreert in de eerste plaats dat het saldo op de lopende rekening met voorzichtigheid moet worden geïnterpreteerd.

Geeft het hoge saldo op de lopende rekening nu aanleiding tot zorg over macroeconomische onevenwichtigheden? Het antwoord op die vraag is gemengd. In de beleidsdiscussie wordt het hoge Nederlandse spaaroverschot veelal gezien als een weerspiegeling van 'onderbesteding', waarbij vooral naar de besparingen van bedrijven wordt gewezen (Witteveen 2014). De uitsplitsing van het spaaroverschot laat zien dat niet eenvoudigweg kan worden gesproken van onderbesteding. Daarnaast dient bij een interpretatie van het spaaroverschot rekening te worden gehouden met de aanwezigheid van natuurlijke hulpbronnen (IMF 2013). In Nederland spelen die, in de vorm van de omvangrijke gasvoorraad, een belangrijke rol. Multinationals spelen daarnaast een steeds grotere rol in de besparingen van bedrijven.

## Grafiek 19 Saldo lopende rekening en winstinhouding

In miljoenen EUR



Bron: DNB.

Niemand zal echter betogen dat Nederland minder multinationals zou moeten hebben.

Het hoge saldo op de lopende rekening is veeleer een uiting van een ander soort onevenwichtigheid: de uitzonderlijke financieel-economische structuur van Nederland. Het verdient aanbeveling – zoals het SER-rapport 'Nederlandse economie in stabielere vaarwater' (SER 2013) vorig jaar ook al betoogde – om deze structuur geleidelijk te normaliseren. De eerste stappen daartoe zijn overigens al gezet. In dit licht is het verstandig dat de Europese Commissie het saldo op de lopende rekening slechts als een startpunt gebruikt voor nadere analyse, en de onderliggende ontwikkelingen analyseert in plaats van direct beleidsconclusies te verbinden aan de omvang van het saldo.

# Literatuur

51

Boonstra, W.W. (2008), *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie. Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*, Amsterdam: VU Uitgeverij.

Broos, M., K. Carlier, K. Kakes en E. Klaaijsen (2012), Shadow Banking: An Exploratory Study for the Netherlands, *DNB Occasional Studies*, Vol. 10(5).

CBS (2013), *Internationalisation Monitor 2013*.

Commissie Van Dijkhuizen (2013), *Naar een activerender belastingstelsel*.

DNB (2013a), De Nederlandse spaarparadox, *DNBulletin*, 5 februari 2013.

DNB (2013b), Nederlands lopende rekeningoverschot gevoelig voor dividenduitkeringen, *DNBulletin*, 12 februari 2013.

Europese Commissie (2011), Verordening (EU) Nr. 1174/2011 betreffende handhavingsmaatregelen voor de correctie van buitensporige macro-economische onevenwichtigheden in het eurogebied.

FitzGerald, F. (2013), The Effect of Re-domiciled Plcs on Irish Output Measures and the Balance of Payments, *Quarterly Economic Commentary*, ESRI Research Note 2013/1/2.

IMF (2009), *Balance of payments and international investment position manual*, 6<sup>th</sup> edition.

IMF (2012), Switzerland: 2012 Article IV Consultation, *IMF Country Report*, No. 12/106.

IMF (2013), *External Balance Assessment Methodology; technical background*.

Jansen, C. en M. Ligthart (2014), Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: recente ontwikkelingen, oorzaken en gevolgen, *CPB Achtergronddocument*, te verschijnen.

Lejour, A.M. en M. van 't Riet (2013), Bilaterale belastingverdragen en buitenlandse investeringen, *CPB Policy Brief* 2013/07.

Van Nieuwkerk, M. en R.P. Sparling (1985), De investeringspositie van Nederland, *DNB Monetaire Monografieën* nr. 4.

SER (2013), *Nederlandse economie in stabielere vaarwater*.

UNECE (2011), *The Impact of Globalization on National Accounts*.

VandeVyvere, W. (2012), The Dutch current account balance and net international investment position, *Economic Papers*, No. 465.

Witteveen, J. (2014), The meaning of our enormous structural current account surplus; a neglected opportunity, *Economische Statistische Berichten* 4685, pag. 294-297.

# Appendix. Definities en begrippen

## Besparingen en investeringen; bruto versus netto

53

De besparingen en investeringen kunnen zowel bruto als netto (met of zonder afschrijvingen) worden gepresenteerd. Een presentatie op netto basis leidt tot hetzelfde vorderingensaldo als een presentatie op bruto basis (zie tabel 2a en 2b), doordat zowel de besparingen als de investeringen in gelijke mate worden verlaagd. In veel gevallen is het conceptueel beter om rekening te houden met de afschrijvingen, zijnde de kosten voor het gebruik van kapitaal. Tegelijkertijd kan worden betoogd dat de nettobesparingen een onderschatting van de beschikbare financiële middelen geven, omdat de afschrijvingen niet gepaard gaan met daadwerkelijke betalingen. Bij analyses van het spaargedrag van huishoudens in Nederland zijn in ieder geval de nettobesparingen leidend. Maar investeringsanalyses worden doorgaans op basis van brutocijfers uitgevoerd. Ook in internationale vergelijkingen zijn brutocijfers gangbaarder, mede omdat de afschrijvingen in verschillende landen soms op een andere manier worden berekend (of helemaal niet).

## Onderscheid tussen beleggingen en investeringen

Als bedrijven een belang van meer dan 10% nemen in een buitenlandse onderneming dan zijn zij, volgens de richtlijnen van het IMF (2009), geen beleggers maar directe investeerders. Bij directe investeringen wordt zowel de uitgekeerde winst (dividend) als de niet-uitgekeerde winst naar rato toegerekend aan het moederbedrijf en in de inkomensrekening geregistreerd. Anders gezegd, als het moederbedrijf een belang aanhoudt van 30% in een buitenlandse dochter, dan wordt 30% van de uitgekeerde en 30% van de niet-uitgekeerde winst van deze dochter in de inkomensrekening opgenomen. Bij beleggingen geldt dit niet, en wordt alleen 30% van het daadwerkelijk uitgekeerde dividend in de inkomensrekening geregistreerd. Eigendomsveranderingen kunnen daardoor doorwerken in het spaarsaldo van bedrijven. Zo is Douwe Egberts medio 2012 door een

buitenlandse directe investeerder verzelfstandigd en naar de Nederlandse beurs gebracht. Tot medio 2012 werden naast de uitgekeerde ook de ingehouden winsten van Douwe Egberts toegerekend aan het buitenland. Eenmaal in handen van beleggers werden alleen de uitgekeerde winsten aan buitenlandse beleggers in de inkomensrekening geregistreerd. Inmiddels is de beursnotering van Douwe Egberts beëindigd en is het bedrijf weer in handen van een buitenlandse directe investeerder, zodat de ingehouden en uitgekeerde winst weer volledig aan het buitenland worden toegerekend.

## Ingezetenschap

Het IMF spreekt van een ingezetene als het centrum van economische activiteiten van de rechtspersoon zich binnen de landsgrenzen bevindt. Voor rechtspersonen zonder noemenswaardige economische activiteiten, zoals BFI's, geldt de vestigingsplaats als criterium. Een onderneming met een beursnotering in Nederland is niet per se een ingezetene van Nederland. Zo heeft Air France-KLM weliswaar een beursnotering in Nederland, maar is de uitgevende rechtspersoon geen ingezetene van Nederland.

## Definitie van huishoudens, bedrijven en bijzondere financiële instellingen

De sector huishoudens is in termen van het aandeel in het netto beschikbaar inkomen de belangrijkste sector in Nederland. Tot deze sector behoren ook de zelfstandigen. De sector 'niet-financiële vennootschappen' (in de studie: bedrijven) heeft daarentegen slechts een bescheiden aandeel in het netto nationaal inkomen, maar is in termen van toegevoegde waarde verreweg de belangrijkste sector. Tot deze sector behoren vennootschappen met als hoofdactiviteit de productie van goederen en niet-financiële diensten, waaronder ook de woningcorporaties en sommige voor de markt opererende overheidsbedrijven. De bijzondere financiële instellingen zijn onderdeel van de overige financiële instellingen,



een subsector van de financiële sector. Voor de classificatie van een entiteit als een bijzondere financiële instelling (BFI) bestaan nauwelijks internationale richtlijnen, zodat DNB daarbij eigen criteria hanteert. Het belangrijkste criterium is dat minimaal 90% van de activa en passiva in het buitenland wordt aanhouden, en dat minimaal 90% van de aandelen in handen van buitenlandse investeerders is. De meeste BFI's zijn in handen van directe investeerders, maar er zijn ook enkele beursgenoteerde BFI's.

## Het saldo op de lopende rekening

Alle transacties van ingezetenen met het buitenland in het lopende verkeer worden geregistreerd op de lopende rekening van de betalingsbalans. Tabel 1 geeft voor Nederland in 2013 een uitsplitsing van de lopende rekening in de afzonderlijke deelrekeningen: de goederen- en dienstenrekening, de inkomensrekening en de rekening voor de inkomensoverdrachten. Bij een positief lopende rekeningsaldo ontstaat een claim op het buitenland en wordt op de financiële rekening een toename van de vorderingen (of afname van de verplichtingen) geregistreerd, in de vorm van directe buitenlandse investeringen, effecten, derivaten of officiële reserves.

## Tabel 1 Opbouw lopende rekening 2013

Procenten bbp

	CBS	DNB
Saldo goederenverkeer	11,6	7,8
Saldo dienstenverkeer	-1,3	2,1
Saldo primaire inkomens	0,2	2,4
Saldo inkomensoverdrachten	-2,0	-2,2
Correctie pensioenvoorziening	-0,1	n.b.
<b>Saldo lopende rekening</b>	8,5	10,2
Saldo kapitaaloverdrachten	-0,5	-0,1
<b>Nationaal vorderingensaldo</b>	7,9	10,1
Statistisch verschil	-0,5	-1,3
<b>Saldo financiële rekening</b>	8,4	8,9

CBS-cijfers van ná revisie Nationale rekeningen, DNB-cijfers zijn van vóór revisie.

Bron: CBS en DNB.

## Het nationale vorderingensaldo

Het vorderingensaldo biedt een perspectief op het spaaroverschot van een land op basis van de binnenlandse besparingen en investeringen.

Tabel 2a toont een decompositie van het nationale vorderingensaldo op basis van nettocijfers en tabel 2b op basis van brutocijfers.

## Tabel 2a Nationale vorderingensaldo op netto basis 2013

Procenten bbp

<b>Netto binnenlands product</b>	83,1
Saldo uit het buitenland ontvangen primaire inkomens	0,2
Saldo uit het buitenland ontvangen inkomensoverdrachten	-2,0
	<hr/>
<b>Netto beschikbaar nationaal inkomen</b>	81,3
Consumptieve bestedingen	71,4
Correctie pensioenvoorziening	-0,1
	<hr/>
<b>Netto nationale besparingen</b>	9,9
Netto-investeringen	1,4
	<hr/>
<b>Nationaal spaarsaldo</b>	8,5
Saldo uit het buitenland ontvangen kapitaaloverdrachten	-0,5
	<hr/>
<b>Nationaal vorderingensaldo</b>	7,9
Statistisch verschil	-0,5
	<hr/>
<b>Verandering in financieel vermogen</b>	8,4

Bron: CBS.

## Tabel 2b Nationale vorderingensaldo op bruto basis 2013

Procenten bbp

<b>Bruto binnenlands product</b>	100,0
Saldo uit het buitenland ontvangen primaire inkomens	0,2
Saldo uit het buitenland ontvangen inkomensoverdrachten	-2,0
<b>Bruto beschikbaar nationaal inkomen</b>	98,2
Consumptieve bestedingen	71,4
Correctie pensioenvoorziening	-0,1
<b>Bruto nationale besparingen</b>	26,8
Bruto-investeringen	18,3
<b>Nationaal spaarsaldo</b>	8,5
Saldo uit het buitenland ontvangen kapitaaloverdrachten	-0,5
<b>Nationaal vorderingensaldo</b>	7,9
Statistisch verschil	-0,5
<b>Verandering in financieel vermogen</b>	8,4

Bron: CBS.

### Het vorderingensaldo van huishoudens

Tabel 3 laat zien hoe het vorderingensaldo van de huishoudens is afgeleid van het beschikbaar inkomen, de consumptie en investeringen. De belangrijkste inkomstenbron is het looninkomen, maar huishoudens krijgen daarnaast ook inkomen uit uitkeringen, winsten en beleggingen. Ten laste van het inkomen gaan belastingen en premies, waaronder de premies in het kader van collectieve pensioenregelingen. Ten opzichte van het buitenland zou een grote vertekening optreden in het vorderingensaldo van huishoudens

## Tabel 3 Vorderingsaldo huishoudens 2013

Procenten bbp, tenzij anders vermeld

Beloning werknemers	49,7
Overig primair inkomen	11,3
Sociale uitkeringen	18,7
Overige inkomensoverdrachten	3,6
	<hr/>
<b>Totaal middelen</b>	<b>83,5</b>
	<hr/>
Belastingen op inkomen en vermogen	-7,9
Betaalde pensioenpremies	-9,3
	<hr/>
Overige premies (WIA, WGA, ZVW, etc)	-16,9
Overige inkomensoverdrachten	-4,0
	<hr/>
<b>Netto beschikbaar inkomen</b>	<b>45,3</b>
Consumptieve bestedingen	45,0
	<hr/>
<b>Individuele besparingen</b>	<b>0,3</b>
Collectieve besparingen	3,5
<i>Individuele besparingsquote in procenten beschikbaar inkomen</i>	0,6
<i>Collectieve besparingsquote in procenten beschikbaar inkomen</i>	7,2
	<hr/>
<b>Nettobesparingen</b>	<b>3,8</b>
Netto-investeringen	0,4
Saldo kapitaaloverdrachten	0,0
	<hr/>
<b>Vorderingsaldo</b>	<b>3,4</b>

Bron: CBS.

60 als geen rekening zou worden gehouden met de verplichte pensioenbesparingen.

## Het vorderingensaldo van bedrijven

Tabel 4 maakt duidelijk hoe het vorderingensaldo van het bedrijfsleven is opgebouwd. Het netto-exploitatieoverschot is in feite de winst die over de productie in het binnenland wordt behaald. Als ook andere financiële stromen worden meegenomen, zoals dividenden en ingehouden winsten en het rentesaldo, resulteert de nettowinst. De definitie van winst wijkt af van de gangbare bedrijfseconomische definitie. Baten en lasten die geen verband houden met de 'dagelijkse operationele activiteiten' worden niet tot de winst gerekend. Doordat bedrijven niet consumeren is hun beschikbare inkomen – anders dan bij huishoudens – gelijk aan hun besparingen. Voor zover die besparingen niet voor investeringen (en kapitaaloverdrachten) worden ingezet, beschikt het bedrijfsleven over een positief vorderingensaldo. Het gaat hier enkel om de investeringen in eigen land (in vaste en vlottende activa), want investeringen in het buitenland zijn een onderdeel van de directe buitenlandse investeringen (welke op de financiële rekening worden geregistreerd).

## Tabel 4 Vorderingensaldo niet-financiële vennootschappen 2013

Procenten bbp

Bruto toegevoegde waarde	58,9
Loonsom (-)	35,5
Indirecte belastingen minus subsidies (+)	0,1
Afschrijvingen (-)	9,0
	<hr/>
<b>Netto-exploitatatieoverschot</b>	14,5
Saldo rente (-)	-0,2
Dividenden (+)	3,6
Saldo inkomen uit grond en minerale reserves (-)	1,8
Ingehouden winsten op dir. buitenl. inv. (+)	0,1
	<hr/>
<b>Nettowinst vóór belasting</b>	16,6
Dividenden en andere winstuitkeringen (-)	6,1
Ingehouden winsten op dir. buitenl. inv. (-)	0,9
Belastingen op inkomen en vermogen (-)	1,5
Saldo overige inkomensoverdrachten (+)	-0,4
	<hr/>
<b>Nettobesparingen (netto beschikbaar inkomen)</b>	7,7
Saldo kapitaaloverdrachten (+)	0,1
<b>Netto-investeringen (-)</b>	1,6
	<hr/>
<b>Vorderingensaldo</b>	6,3

Bron: CBS.





# Publicaties in deze serie sinds januari 2003

63

- Vol.1/No.1 (2003) Requirements for successful currency regimes:  
The Dutch and Thai experiences  
*Robert-Paul Berben, Jan Marc Berk, Ekniti Nitihanprapas,  
Kanit Sangsuphan, Pisit Puapan and Piyaporn Sodsriwiboon*
- Vol.1/No.2 (2003) The blurring of distinctions between financial sectors:  
fact or fiction?  
*Annemarie van der Zwet*
- Vol.1/No.3 (2003) Intermediation, integration and internationalisation:  
a survey on banking in Europe  
*Jaap Bikker and Sandra Wesseling*
- Vol.1/No.4 (2003) A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability  
*Sander Oosterloo and Jakob de Haan*
- Vol.2/No.1 (2004) Towards a framework for financial stability  
*Aerd Houben, Jan Kakes and Garry Schinasi*
- Vol.2/No.2 (2004) Depositor and investor protection in the Netherlands:  
past, present and future  
*Gillian Garcia and Henriëtte Prast*
- Vol.3/No.1 (2005) Labour market participation of ageing workers  
Micro-financial incentives and policy considerations  
*W. Allard Bruinshoofd and Sybille G. Grob*
- Vol.3/No.2 (2005) Payments are no free lunch  
*Hans Brits and Carlo Winder*

- 64 Vol.4/No.1 (2006) EUROMON: the multi-country model of  
De Nederlandsche Bank  
*Maria Demertzis, Peter van Els, Sybille Grob and  
Marga Peeters*
- Vol.4/No.2 (2006) An international scorecard for measuring bank  
performance: The case of Dutch Banks  
*J.W.B. Bos, J. Draulans, D. van den Kommer and B.A. Verhoef*
- Vol.4/No.3 (2006) How fair are fair values?  
A comparison for cross-listed financial companies  
*Marian Berden and Franka Liedorp*
- Vol.4/No.4 (2006) Monetary policy strategies and credibility –  
theory and practice  
*Bryan Chapple*
- Vol.4/No.5 (2006) China in 2006: An economist's view  
*Philipp Maier*
- Vol.4/No.6 (2006) The sustainability of the Dutch pension system  
*Jan Kakes and Dirk Broeders*
- Vol.5/No.1 (2007) Microfinanciering, deposito's en toezicht: de wereld is  
groot, denk klein!  
*Ronald Bosman and Iskander Schrijvers*
- Vol.5/No.2 (2007) Public feedback for better banknote design 2  
*Hans de Heij*

- Vol.6/No.1 (2008) Towards a European payments market: survey results on cross-border payment behaviour of Dutch consumers  
*Nicole Jonker and Anneke Kosse*
- Vol.6/No.2 (2008) Confidence and trust: empirical investigations for the Netherlands and the financial sector  
*Robert Mosch and Henriëtte Prast*
- Vol.6/No.3 (2008) Islamic Finance and Supervision: an exploratory analysis  
*Bastiaan Verhoef, Somia Azahaf and Werner Bijkerk*
- Vol.6/No.4 (2008) The Supervision of Banks in Europe:  
The Case for a Tailor-made Set-up  
*Aerd Houben, Iskander Schrijvers and Tim Willems*
- Vol.6/No.5 (2008) Dutch Natural Gas Revenues and Fiscal Policy:  
Theory versus Practice  
*Peter Wierds and Guido Schotten*
- Vol.7/No.1 (2009) How does cross-border collateral affect a country's central bank and prudential supervisor?  
*Jeannette Capel*
- Vol.7/No.2 (2009) Banknote design for the visually impaired  
*Hans de Heij*
- Vol.7/No.3 (2009) Distortionary effects of crisis measures and how to limit them  
*Jan Willem van den End, Silvie Verkaart and Arjen van Dijkhuizen*

- 66 Vol.8/No.1 (2010) The performance of EU foreign trade: a sectoral analysis  
*Piet Buitelaar and Henk van Kerkhoff*
- Vol.8/No.2 (2010) Reinsurers as Financial Intermediaries in the Market for  
Catastrophic Risk  
*John Lewis*
- Vol.8/No.3 (2010) Macro-effects of higher capital and liquidity  
requirements for Banks – Empirical evidence for  
the Netherlands  
*Robert-Paul Berben, Beata Bierut, Jan Willem van den End and  
Jan Kakes*
- Vol.8/No.4 (2010) Banknote design for retailers and public  
*Hans de Heij*
- Vol.9/No.1 (2011) DELFI: DNBs Macroeconomic Policy Model of  
the Netherlands
- Vol.9/No.2 (2011) Crisis Management Tools in the EU:  
What Do We Really Need?  
*Annemarie van der Zwet*
- Vol.9/No.3 (2011) The post-crisis world of collateral and international  
liquidity – A central banker's perspective  
*Jeannette Capel*
- Vol.9/No.4 (2011) What is a fit banknote? The Dutch public responds  
*Frank van der Horst, Martijn Meeter, Jan Theeuwes and  
Marcel van der Woude*

- Vol.9/No.5 (2011) Housing bubbles, the leverage cycle and the role of central banking  
*Jeroen Hessel and Jolanda Peters*
- Vol.9/No.6 (2011) Is there a 'race to the bottom' in central counterparties competition? – Evidence from LCH.Clearnet SA, EMCF and EuroCCP  
*Siyi Zhu*
- Vol.10/No.1 (2012) Is Collateral Becoming Scarce? – Evidence for the euro area  
*Anouk Levels and Jeannette Capel*
- Vol.10/No.2 (2012) Cash usage in the Netherlands: How much, where, when, who and whenever one wants?  
*Nicole Jonker, Anneke Kosse and Lola Hernández*
- Vol.10/No.3 (2012) Designing Banknote Identity  
*Hans de Heij*
- Vol.10/No.4 (2012) The CentERpanel and the DNB Household Survey: Methodological Aspects  
*Frederica Teppa (DNB), Corrie Vis (CentERdata)*
- Vol.10/No.5 (2012) Het schaduwbankwezen: een verkenning voor Nederland  
*Menno Broos, Krit Carlier, Jan Kakes and Eric Klaaijzen*
- Vol.11/No.1 (2013) Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt  
*Jos Jansen, Melle Bijlsma, Mark Kruidhof and Christiaan Pattipeilohy*

- 68 Vol.11/No.2 (2013) Social costs of POS payments in the Netherlands 2002-2012: Efficiency gains from increased debit card usage  
*Nicole Jonker*
- Vol.11/No.3 (2013) A descriptive analysis of the balance sheet and monetary policy of De Nederlandsche Bank: 1900-1998 and beyond  
*Christiaan Pattipeilohy*
- Vol.11/No.4 (2013) The irrationality of payment behaviour. Conclusions based on literature and direct observations in a virtual-reality and a neuroscientific study  
*Frank van der Horst and Ester Matthijsen*
- Vol.11/No.5 (2013) Financial imbalances and macroprudential policy in a currency union  
*Aerdt Houben and Jan Kakes*
- Vol.11/No.6 (2013) Challenges for financial sector supervision  
*Paul Cavelaars, Jakob de Haan, Paul Hilbers and Bart Stellinga*
- Vol.12/No.1 (2014) Overwegingen bij de loonontwikkeling  
*Jurriaan Eggelte, Jos Jansen, Guido Schotten en Diederik Dicou*
- Vol.12/No.2 (2014) Beyond Finance Financial Supervision in the 21st Century  
*Malcolm Sparrow, Ceyla Pazarbasioglu, José María Roldán, Sheila Bair, Joanne Kellermann, Frédéric Visnovsky and Jan Sijbrand*

- Vol.12/No.3 (2014) Kredietverlening en bancaire kapitaal  
*Gerbert Hebbink, Mark Kruidhof en Jan Willem Slingenberg*
- Vol.12/No.3 (2014) Bank lending and capital  
*Gerbert Hebbink, Mark Kruidhof and  
Jan Willem Slingenberg*
- Vol.12/No.4 (2014) Chinese banks – risks and challenges  
*Piet Buitelaar*
- Vol.12/No.5 (2014) Collateral optimisation, re-use and transformation  
Developments in the Dutch financial sector  
*Jeannette Capel and Anouk Levels*
- Vol.12/No.6 (2014) Het nationale spaaroverschot ontleed  
*Jurriaan Eggelte, Rini Hillebrand, Thomas Kooiman en  
Guido Schotten*
- Vol.12/No.6 (2014) *Getting to the bottom of the Dutch savings surplus*  
*Jurriaan Eggelte, Rini Hillebrand, Thomas Kooiman and  
Guido Schotten*







DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.  
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam  
020 524 91 11  
dnb.nl