

Occasional Studies
Volume 17 - 4

Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld

©2019 De Nederlandsche Bank n.v.

Auteurs

Bas Butler, Krit Carlier, Guido Schotten en Maikel Volkerink

Met de serie 'Occasional Studies' beoogt De Nederlandsche Bank inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor DNB 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).

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

De Nederlandsche Bank n.v.

Postbus 98

1000 AB Amsterdam

Internet: www.dnb.nl

Email: info@dnb.nl

Het overschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld (Occasional Study)

Auteurs: Bas Butler, Krit Carlier, Guido Schotten en Maikel Volkerink¹

¹ Met dank aan Johan Verbruggen, Fabienne Fortanier, Mark Mink, Bahar Öztürk, Eva Hagendoorn, Rini Hillebrand, Camiel Schuijren, Jeroen Hessel, Marco van Hengel en diverse vertegenwoordigers van CPB, CBS, Ministerie van Financiën, VNO-NCW en MKB-Nederland, NVB, IMF, Europese Commissie en SER voor commentaar op eerdere versies van deze studie. De statistische ondersteuning werd verzorgd door René Bierdrager, Peter Keus en Paul Mul.

1. Inleiding en samenvatting

Inleiding

Het Nederlandse overschot op de lopende rekening, de kernindicator voor het spaaroverschot, behoort tot de hoogste in de wereld, met gemiddeld 7% van het bruto binnenlands product (bbp) sinds de eeuwwisseling. In 2018 was het overschot met 11% bbp het hoogste van alle OESO-landen. De ontwikkeling van het spaaroverschot staat centraal in internationale discussies over macro-economische onevenwichtigheden in Nederland.

De Europese Commissie heeft in 2011 een macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) ingevoerd, om onevenwichtigheden binnen het eurogebied tijdig te signaleren en aan te pakken. Dit was naar aanleiding van de financiële crisis van 2008, waarin bleek dat persistente spaartekorten hadden bijgedragen aan financiële kwetsbaarheden. Om onevenwichtigheden te signaleren, hanteert de MEOP een scorebord met een aantal macro-economische indicatoren, waaronder het saldo op de lopende rekening. Voor het driejaarsgemiddelde van het saldo geldt een ondergrens van -4% bbp en een bovengrens van +6% bbp. Het idee is dat een spaartekort een teken kan zijn van overbesteding en een spaaroverschot een indicatie kan zijn van onderbesteding.

Sinds de invoering van de MEOP ligt het Nederlandse overschot op de lopende rekening elk jaar boven de grenswaarde van +6% bbp. Het hoge spaaroverschot kan een indicatie zijn van een onderliggende onevenwichtigheid. Om te bepalen of dit het geval is, is het nodig meer te begrijpen over de oorzaken van het hoge overschot.

Het spaaroverschot wordt in Nederland voornamelijk gedreven door niet-financiële vennootschappen (NFV), die over de periode 2000-2018 ruim 80% van het spaaroverschot voor hun rekening namen. Er is echter nog veel onduidelijkheid over welke bedrijven sparen, waarom ze sparen en wat ze doen met het spaaroverschot. Deze Occasional Study onderzoekt deze vragen, waarbij

de nadruk ligt op het verschil tussen het midden- en kleinbedrijf (MKB) en het grootbedrijf (GB). Door diverse statistieken van het CBS en DNB te combineren, wordt het spaaroverschot van NFV nu voor het eerst conform de Nationale Rekeningen uitgesplitst naar type onderneming. Dit geeft inzicht in de oorzaken van het overschot en draagt zodoende bij aan het vinden van de juiste aanknopingspunten voor beleid om het overschot terug te dringen.

Samenvatting

Een uitsplitsing van het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven laat zien dat het spaaroverschot de laatste twee decennia bij zowel het MKB als het GB is gelokaliseerd. Bij beide onderdelen van het bedrijfsleven hebben hogere winsten zich vertaald in een oplopend spaaroverschot, omdat met het stijgen van de winsten de winstuitkeringen en investeringen niet in gelijke mate zijn toegenomen. Nederlandse bedrijven keren vergeleken met andere landen relatief weinig winst uit.

Het spaaroverschot van het MKB vertoont een stijgende trend als gevolg van hogere winsten op binnenlandse productie, wat wordt weerspiegeld in de daling van de arbeidsinkomensquote (AIQ). Verder zijn de winstuitkeringen van het MKB opmerkelijk laag. Dit hangt deels samen met fiscale prikkels voor directeur-grootaandeelhouders (DGAs) om winst in te houden. Doordat een DGA zowel werknemer, eigenaar als bestuurder is binnen het bedrijf, beschikt de DGA in de praktijk over vele mogelijkheden voor 'belastingplanning'. Daarnaast is het MKB sinds de financiële crisis meer gaan sparen om een groter deel van hun investeringen te financieren met interne middelen. Dit kan samenhangen met de wens van het MKB om minder afhankelijk te willen zijn van bancaire kredietverlening, omdat de beschikbaarheid van deze financieringsbron tijdens de crisis bleek te dalen. Ook zijn er aanwijzingen voor knelpunten in de markt voor MKB-krediet. Zo is het renteverschil tussen kleine (MKB-)leningen en grote (GB-)leningen sinds de financiële crisis gestegen en sindsdien aanhoudend hoog gebleven. Ook ten opzichte van het eurogebied geldt dat het renteverschil tussen kleine en grote leningen in Nederland relatief groot is. Daarnaast zijn de

kredietvoorwaarden voor het MKB blijvend verscherpt, terwijl die voor het GB inmiddels weer zijn versoepeld naar pre-crisisniveau.

Het spaaroverschot van het GB is grotendeels gelokaliseerd bij Nederlandse multinationals (MNEs). De winsten van Nederlandse MNEs zijn vooral toegenomen door hogere inkomsten uit buitenlandse investeringen. De afgelopen jaren staat hun spaaroverschot echter onder druk, mede door lagere winsten uit het buitenland. Het spaaroverschot van Nederlandse MNEs betreft voor een belangrijk deel middelen die al door henzelf zijn geïnvesteerd, zij het in het buitenland. Volgens de gangbare statistische conventies tellen buitenlandse investeringen niet mee bij de investeringen die in mindering worden gebracht op de besparingen bij het berekenen van het spaaroverschot. Dit heeft een opwaarts effect op het spaaroverschot van landen met een sterke aanwezigheid van hoofdkantoren van MNEs. In Nederland zijn relatief veel hoofdkantoren van multinationals gevestigd. Dit komt deels door het aantrekkelijke fiscale klimaat, hoewel hierbij ook andere factoren een rol spelen. Buitenlandse MNEs dragen per saldo niet of nauwelijks bij aan het spaaroverschot, maar de financiële stromen die door Nederland gaan worden door hen wel sterk beïnvloed. Het is aannemelijk dat veel van deze financiële stromen tussen dochter- en moederbedrijven van buitenlandse MNEs fiscaal gerelateerd zijn.

Bovengenoemde bevindingen suggereren dat er meerdere onevenwichtigheden ten grondslag liggen aan het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven. Hieruit kunnen enkele beleidsrichtingen, die gericht zijn op het verminderen van deze economische verstoringen, worden gedestilleerd. Deze beleidsrichtingen zijn in deze studie niet uitgebreid onderzocht en dienen daarom nader te worden verkend.

- Fiscale prikkels die DGAs aanzetten tot sparen dienen nader te worden bekeken en waar nodig aangepast. Recent zijn al enkele aanpassingen gedaan en aangekondigd door het kabinet, zoals het afschaffen van het ‘pensioen in eigen beheer’ in 2017 en het beperken van de leningen die DGAs fiscaal voordelig aan zichzelf mogen geven vanaf 2022. Het inperken van de

leningen die DGAs aan zichzelf geven, hoeft overigens niet te leiden tot een lager *nationaal* spaaroverschot, omdat hiermee tegelijkertijd het spaaroverschot van huishoudens waarschijnlijk wordt vergroot als gevolg van hogere dividenduitkeringen.

- De daling van de AIQ bij het MKB kan een indicatie zijn van het bestaan van loonruimte bij bepaalde bedrijven. Vanwege de conjuncturele krapte op de arbeidsmarkt neemt de AIQ op korte termijn naar verwachting wel wat toe. De AIQ van het MKB dient overigens met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden, omdat een klein deel van de werkenden in het MKB bestaat uit DGAs, die zelf hun eigen loonsom bepalen en voor wie wettelijke minimumeisen gelden voor de hoogte van het loon.
- Het zou wenselijk zijn om eventuele knelpunten in de kredietverlening aan het MKB te verminderen. De oprichting van een kredietregister kan mogelijk helpen om transactiekosten bij kredietverlening te verlagen en daarmee het effectieve kredietaanbod te verbreden.
- Bij het GB hangt het spaaroverschot vooral samen met hogere buitenlandse investeringen, wat niet direct duidt op een onevenwichtigheid.
- Veel financiële stromen tussen dochter- en moederbedrijven van buitenlandse MNEs lijken fiscaal gerelateerd. Voor zover hiermee dubbele belastingheffing wordt voorkomen, is er geen sprake van een economische verstoring. Belastingplanning wordt echter ook gebruikt door MNEs om belastingheffing te ontwijken. Dit ondermijnt de belastinggrondslag, werkt belastingcompetitie tussen landen in de hand en verstoort het *level playing field* tussen MKB en GB door verschillen in lastendruk. Het zou wenselijk zijn om belastingontwijking in internationaal verband in te perken.

Tot slot laat deze studie zien dat meer gedetailleerde data nodig zijn om tot adequate beleidsaanbevelingen te komen voor betalingsbalans-onevenwichtigheden van landen. Daarom zou het wenselijk zijn als statistische autoriteiten meer gedetailleerde statistieken publiceren, bijvoorbeeld met uitsplitsingen tussen MKB en GB, tussen verschillende typen GB en tussen verschillende bedrijfstakken. Om een goede internationale vergelijking mogelijk te maken, zulke gedetailleerde statistieken nodig.

Leeswijzer

Deze studie is als volgt opgebouwd. Hoofdstuk 2 bespreekt de opbouw van de drie verschillende perspectieven op het nationale spaaroverschot: de lopende rekening, het vorderingensaldo en de financiële rekening. In hoofdstuk 3 wordt op basis van eigen berekeningen het spaaroverschot van NFV uitgesplitst naar type onderneming en wordt ingegaan op de achterliggende oorzaken van het spaaroverschot van NFV. Hoofdstuk 4 sluit af met nader te verkennen beleidsrichtingen.

2. Het spaaroverschot van Nederland

2.1 Saldo op de lopende rekening historisch hoog

De lopende rekening van de betalingsbalans geeft de transacties weer in het zogenoemde lopende verkeer met het buitenland, dat wil zeggen het goederen- en dienstenverkeer plus de inkomsten uit vermogens en inkomensoverdrachten.² Het saldo op de lopende rekening is de kernindicator voor het spaarsaldo van een land.

Dit is echter niet het enige perspectief op het spaaroverschot, ook kan gekeken worden naar het vorderingensaldo, dat vrijwel gelijk is aan het saldo op de lopende rekening (zie Grafiek 1).³ Het vorderingensaldo resteert nadat de nationale besparingen zijn verminderd met de binnenlandse investeringen. Als een land meer produceert dan het besteedt, wordt er meer aan het buitenland verkocht dan er van het buitenland wordt gekocht, waardoor er een overschot op de lopende rekening ontstaat. Per definitie betekent dit tevens dat het inkomen hoger ligt dan de bestedingen⁴, waardoor er per saldo gespaard wordt. Dit verschil, het zogenoemde vorderingensaldo, wordt geïnvesteerd in het buitenland en leidt tot de opbouw van extern vermogen.

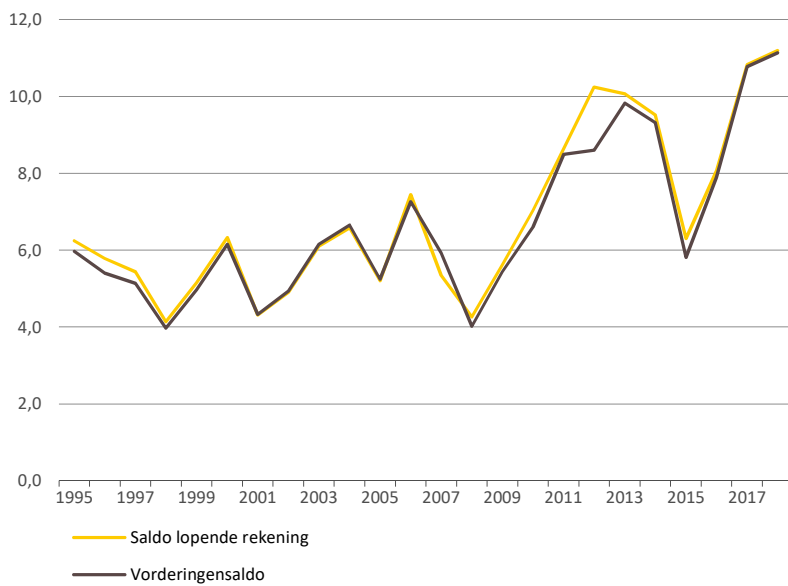
² Inkomen uit vermogen betreft het inkomen dat de eigenaar van een vordering of van materiële niet-geproduceerde activa ontvangt voor het verstrekken van financiële middelen. Inkomensoverdrachten zijn alle betalingen waar geen directe tegenprestatie tegenover staat en die niet drukken op het vermogen van de betaler en niet dienen om lange-termijnguitgaven van de ontvanger te financieren.

³ De post 'Kapitaalrekening' zorgt voor een klein verschil tussen het vorderingensaldo en het saldo op de lopende rekening.

⁴ Het totale inkomen bestaat naast de toegevoegde waarde op productie ook uit het saldo inkomen uit vermogen en arbeid uit het buitenland (deze worden toegerekend aan de inkomensrekening).

Grafiek 1. Het spaaroverschot volgens twee perspectieven

Procenten bbp

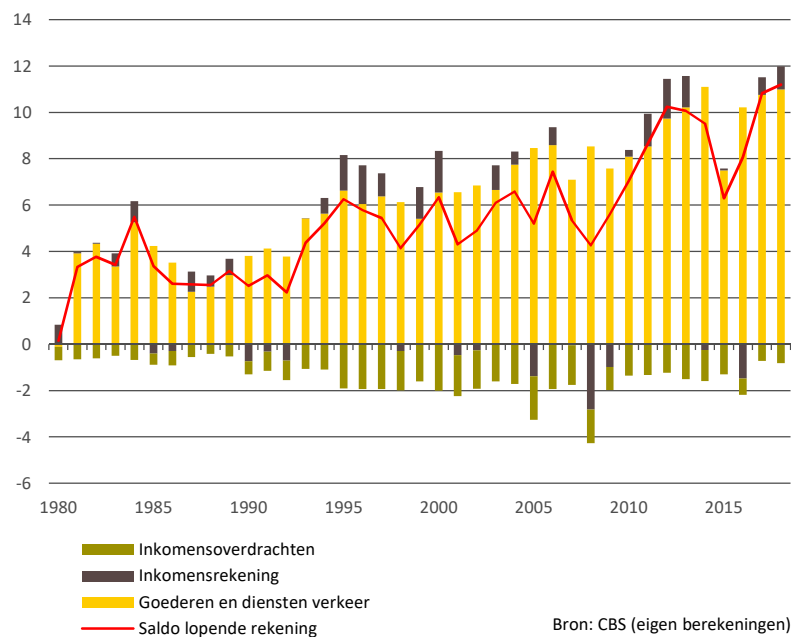


Bron: CBS.

Nederland heeft al decennia een overschot op de lopende rekening. Het meest recente jaar met een tekort is 1978. Het overschot op de lopende rekening vertoont conjuncturele schommelingen, maar kent een stijgende trend sinds de jaren '80. In 2018 kwam het overschot met 11% bbp uit op het hoogste niveau ooit (DNB, 2019).

Grafiek 2. Decompositie Lopende Rekening 1980-2018

Procenten bbp



Grafiek 2 geeft de verschillende deelrekeningen van de lopende rekening. Verreweg de grootste bijdrage komt van het goederen- en dienstenverkeer: Nederland exporteert aanzienlijk meer goederen en diensten dan het invoert. Het goederen- en dienstensaldo is ook verantwoordelijk voor de structurele stijging in het lopende-rekeningoverschot in de afgelopen decennia. Een significant deel van het goederenoverschot betreft wederuitvoer⁵; in 2016 bedroeg de bijdrage hiervan aan het overschot 2,8% bbp (CBS, 2017). Hoewel Nederland per euro relatief weinig verdient aan wederuitvoer, draagt dit door het sterk gestegen volume inmiddels wel significant bij aan het overschot.⁶ Verder heeft de gasexport lange tijd een belangrijke bijdrage geleverd aan het goederenoverschot, maar met het beperken van de gaswinning in Groningen is deze sterk gedaald. In 2018 was Nederland voor het eerst netto-importeur van

⁵ Wederuitvoer betreft goederen die via Nederland vervoerd worden en daarbij (tijdelijk) eigendom worden van een ingezetene, zonder dat significant industriële bewerking plaatsvindt. Het gaat bijvoorbeeld om goederen die door Nederlandse distributiecentra worden ingeklaard en uitgeleverd aan andere (Europese) landen.

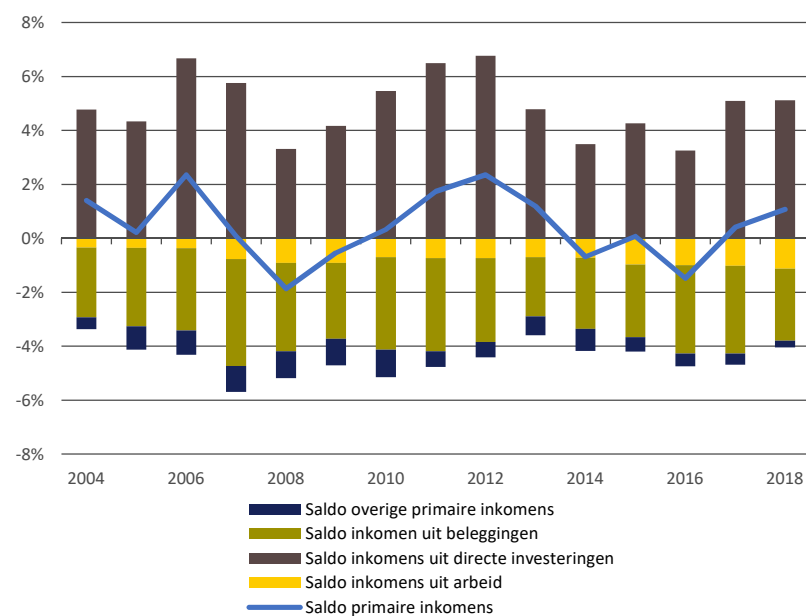
⁶ Zo verdiende Nederland 14 cent per euro aan wederuitvoer in 2017, terwijl er per euro aan binnenlandse geproduceerde goederenuitvoer 52 cent werd verdiend (zie CBS, 2019a).

aardgas, met een balans van -0,3% bbp, tegenover gemiddeld +0,9% bbp in de periode 2000-2018 (CBS, 2019b).

Gegeven het decennialange overschot op de lopende rekening lijkt het op het eerste gezicht opmerkelijk dat het externe vermogen dat hiermee is opgebouwd niet heeft geleid tot een structureel en stijgend overschot op de inkomensrekening. De inkomsten uit extern vermogen zijn weliswaar flink gestegen, dankzij een toename van buitenlandse directie investeringen en hogere pensioenbeleggingen in het buitenland, maar dit is grotendeels gecompenseerd door andere factoren. Zo is een groot deel van de beursgenoteerde aandelen die zijn uitgegeven door Nederlandse bedrijven in handen van buitenlandse beleggers. In het tweede kwartaal van 2019 bedroeg dit aandeel 86%. Hogere dividenduitkeringen van deze bedrijven hebben hierdoor een drukkend effect op de inkomensrekening via lagere netto inkomens uit beleggingen. Daarnaast wordt de inkomensrekening gedempt door buitenlandse ondernemingen die in Nederland produceren maar de winst uitkeren aan de in het buitenland gevestigde moedermaatschappij. Tot slot dragen de stijgende betalingen aan buitenlandse werknemers negatief bij aan de inkomensrekening (zie Grafiek 3).

Grafiek 3. Decompositie saldo inkomensrekening

Procenten bbp



Bron: DNB.

Het saldo op de inkomensoverdrachtenrekening is structureel negatief, met een gemiddelde van -1,4% bbp in de periode 2000-2018. Dit betreft vooral netto EU-afrachten, ontwikkelingshulp en andere overdrachten aan het buitenland.

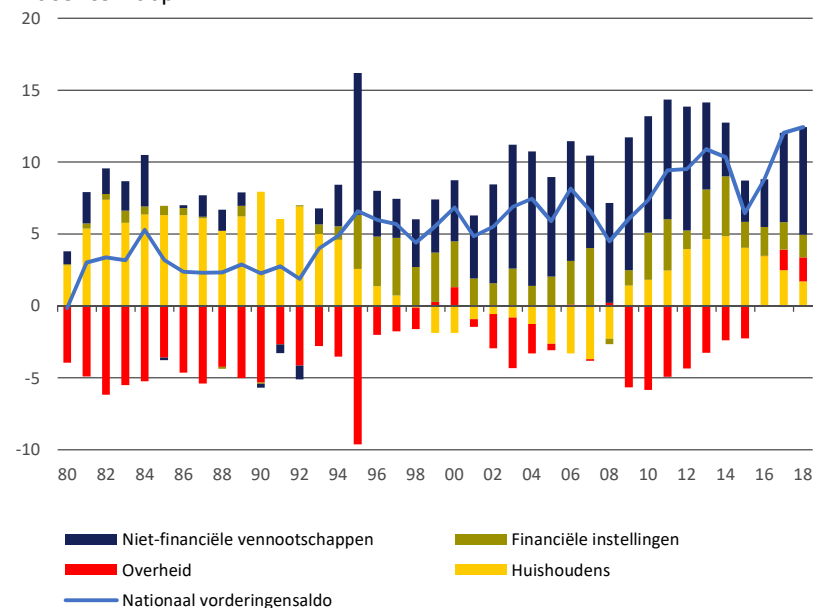
2.2 Het vorderingensaldo: vooral bij bedrijven

Grafiek 4 geeft de bijdrage van verschillende sectoren aan het vorderingensaldo. In de jaren '80 waren de huishoudens nog grotendeels verantwoordelijk voor het spaaroverschot, maar sinds midden jaren '90 zijn het vooral de bedrijven die meer sparen dan ze investeren, en dan met name de niet-financiële vennootschappen (NFV).⁷ Wel nam het spaaroverschot van NFV na de crisis wat af, wat op nationaal niveau gecompenseerd werd door verbeterde overheidsfinanciën en een toename van het spaaroverschot van huishoudens. In de meest recente jaren dragen naast NFV ook de overheid, huishoudens en de financiële sector bij aan het overschot. De financiële sector heeft sinds medio jaren '90 een structureel positief spaaroverschot, dat licht fluctueert rond een niveau van 2,0% bbp.

⁷ De besparingen van bedrijven zijn gedefinieerd als de niet-ingehouden winsten na belasting.

Grafiek 4. Vorderingsaldo naar sector ⁸

Procenten bbp



Bron: CBS (eigen berekeningen).

De stijging van het spaaroverschot van NFV wordt vooral gedreven door hogere winsten. De winstuitkeringen en investeringen zijn minder hard opgelopen dan de winsten, waardoor het spaaroverschot door de tijd is toegenomen. Gemiddeld werd 49% van de winsten in de periode 2000-2017 uitgekeerd als dividend, wat substantieel lager is dan het gemiddelde van 83% in het eurogebied.⁹ De winsten zijn vooral sterk opgelopen dankzij hogere inkomsten uit buitenlandse deelnemingen. Daarnaast is de totale winst toegenomen door hogere winsten op binnenlandse productie en in recente jaren ook door de lage rente. De stijging van de winst op binnenlandse productie weerspiegelt de daling van de arbeidsinkomensquote (AIQ). De AIQ van NFV is vooral sterk afgenomen in de periode voorafgaand aan de financiële crisis van 2008. Daarna is de AIQ van NFV enigszins hersteld.

⁸ 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 zogenoemde bruteringsoperatie geregistreerd als een kapitaaloverdracht van de overheid aan bedrijven.

⁹ Dit is gedefinieerd als het percentage van uitgekeerd dividend over de netto winst na belasting. Deze cijfers zijn afkomstig van Eurostat.

Na een piek in 2011 met 8,9% bbp, is het spaaroverschot van NFV afgenomen tot 2,6% bbp in 2015. Dit hing onder meer samen met een tijdelijke dip in de buitenlandse winsten van Nederlandse multinationals (zie Hoofdstuk 3) en een substantiële investering in R&D in Nederland van een buitenlandse multinational in 2015. Dit laatste illustreert dat de strategie of administratieve veranderingen van slechts één groot bedrijf significante invloed kan hebben op het Nederlandse spaaroverschot. Incidentele fluctuaties in het spaaroverschot van (grote) bedrijven zijn hierdoor lastig te interpreteren. In de laatste jaren is het spaaroverschot van NFV geleidelijk weer opgelopen, tot 6,7% bbp in 2018.

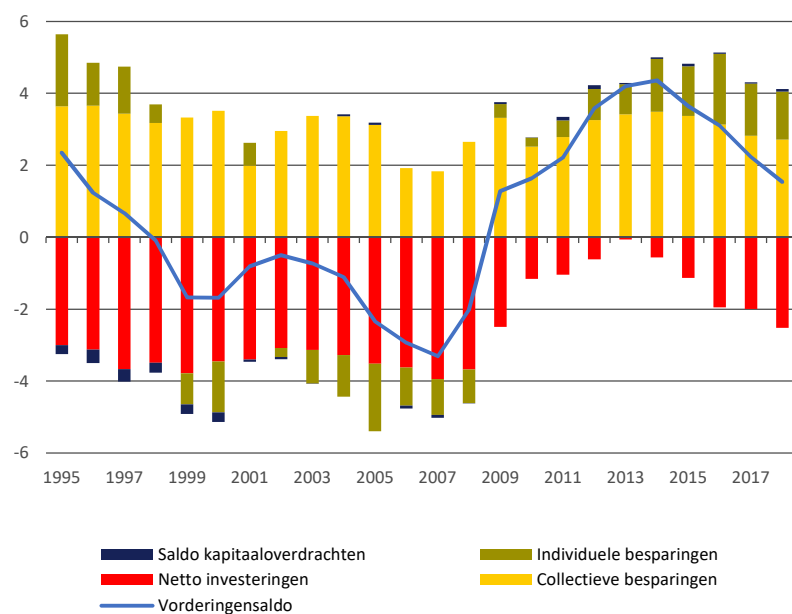
Spaaroverschot huishoudens gedreven door pensioenstelsel en woningmarkt

Fluctuaties in het spaaroverschot van huishoudens worden vooral veroorzaakt door de individuele besparingen en de investeringen (zie Grafiek 5). Voor beide geldt dat dit met name te herleiden is tot ontwikkelingen op de huizenmarkt. Investeren van huishoudens bestaan grotendeels uit woninginvesteringen en huizenprijzen zijn voor veel huishoudens bepalend voor hun vermogenspositie. Als de huizenprijzen stijgen, investeren huishoudens doorgaans meer in hun woning en omgekeerd. Deels hangt dit samen met het feit dat bepaalde kosten die gemaakt worden bij de aanschaf van een woning, zoals overdrachtsbelasting en notariële kosten, geboekt worden als woninginvesteringen. Daardoor bewegen de investeringen van huishoudens mee met ontwikkelingen op de huizenmarkt. In reactie op de gedaalde huizenprijzen na de financiële crisis van 2008 en de relatief hoge hypotheekschulden zijn de individuele besparingen van huishoudens weer positief geworden.¹⁰ De individuele besparingen zijn het deel van de huishoudbesparingen dat niet gebruikt wordt voor consumptieve bestedingen en collectieve pensioenbesparingen. Huishoudens hebben deze besparingen vooral gebruikt om af te lossen op hun hypotheekschuld (CBS, 2019c). De laatste paar jaar is het spaaroverschot van huishoudens weer wat afgenomen, doordat consumptie en woninginvesteringen zijn opgelopen, in lijn met het economische herstel.

¹⁰ Nieuwe wetgeving op de woningmarkt heeft daarnaast ook geleid tot hogere individuele besparingen van huishoudens, bijvoorbeeld door de verplichting om een hypotheek binnen 360 maanden ten minste annuïtair af te lossen teneinde in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek.

Grafiek 5. Vorderingsaldo huishoudens

Procenten bbp

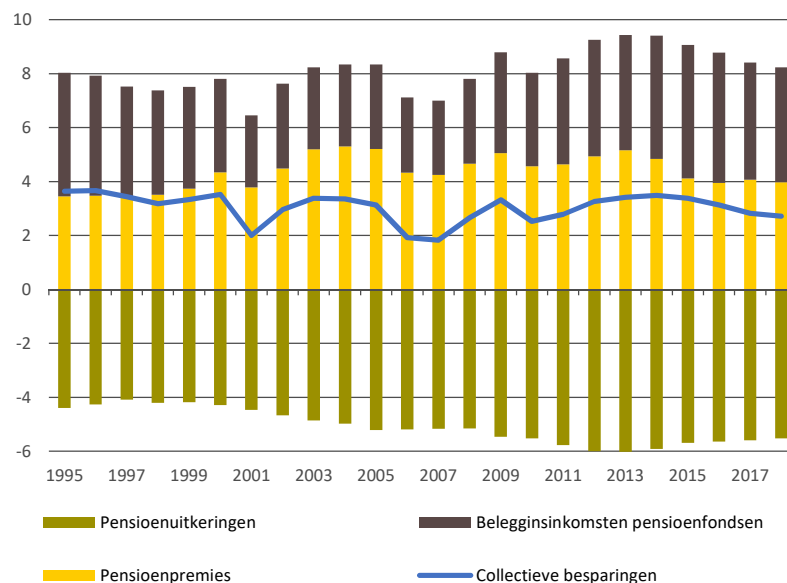


Bron: CBS.

Verder dragen de collectieve pensioenbesparingen van huishoudens structureel bij aan het spaaroverschot. De collectieve besparingen zijn de jaarlijkse pensioenpremies en inkomsten uit pensioenbeleggingen minus pensioenuitkeringen. Dit saldo van collectieve besparingen is al decennialang vrij constant als percentage van bbp. Na de eeuwwisseling zijn door vergrijzing de pensioenuitkeringen langzaam opgelopen van 4,4% bbp in 2000 naar 5,5% bbp in 2018 (zie Grafiek 6). Omdat tegelijkertijd de pensioenpremies zijn gestegen, is het saldo vrij constant gebleven.

Grafiek 6. Collectieve besparingen huishoudens 1995-2018

Procenten bbp



Bron: CBS.

Spaaroverschot financiële sector

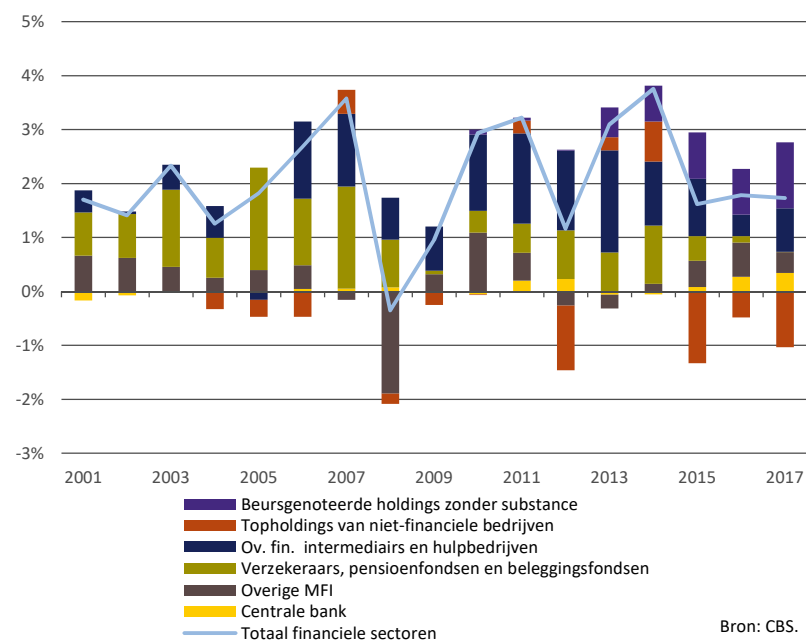
De financiële sector heeft een structureel positief spaaroverschot, dat fluctueert rond een niveau van 2,0% bbp. Het spaaroverschot van de financiële sector is niet gelokaliseerd bij één type financiële instelling; zowel banken, pensioenfondsen, verzekeraars als de centrale bank dragen bij aan het spaaroverschot van de financiële sector (Grafiek 7).¹¹ Bijna de helft van het spaaroverschot komt voor rekening van 'overige financiële instellingen'. Hiertoe behoren onder meer de topholdingmaatschappijen¹² van financiële instellingen, maar ook (kleine) financiële dienstverleners, zoals beleggings- en hypotheekadviseurs. De herkomst van het spaaroverschot van de financiële sector is daarmee divers.

¹¹ Het spaaroverschot van De Nederlandsche Bank (de centrale bank; DNB) is de afgelopen jaren iets toegenomen. Dit hangt deels samen met de voorziening van EUR 500 miljoen die door DNB is toegevoegd in 2015, 2016 en 2017 voor de toegenomen risico's uit het onconventionele monetaire beleid.

¹² Een topholdingmaatschappij is de hoogste maatschappij van een groep van maatschappijen.

Grafiek 7. Spaaroverschot financiële instellingen naar type instelling

Procenten bbp



Bron: CBS.

In de Nationale Rekeningen worden de topholdings van NFV onder bepaalde voorwaarden gerekend tot de financiële sector.¹³ In het merendeel van de jaren sinds 2001 dragen deze topholdings negatief bij aan het spaaroverschot van de financiële sector. Dit komt doordat de uitgekeerde dividenden van de topholdings aan aandeelhouders in deze jaren groter zijn dan de dividenden die zij ontvangen van niet-financiële dochtermaatschappijen.¹⁴ Het effect hiervan op het nationale spaaroverschot is neutraal. De negatieve bijdrage van topholdings in de financiële sector wordt gecompenseerd bij de NFV met een hoger spaaroverschot, omdat de dividenduitkeringen van NFV hierdoor per saldo lager uitkomen.

Een relatief kleine maar groeiende bijdrage aan het spaaroverschot (1,2% bbp in 2017) komt op het conto van beursgenoteerde topholdings zonder reële economische activiteiten (*substance*). Dit weerspiegelt de keuze van

¹³ Het betreft een selectie grote beursgenoteerde ondernemingen en dochters van buitenlandse MNEs, veelal met veel buitenlandse dochters.

¹⁴ Naast de uitgekeerde dividenden betreft de uitgaande stroom ook ingehouden winsten die toekomen aan het buitenlandse moederbedrijf.

beursgenoteerde multinationals uit het buitenland om hun statutaire zetel naar Nederland te verplaatsen zonder daarbij ook fysieke activiteiten mee te nemen. Het is aannemelijk dat dit samenhangt met fiscale en juridische wet- en regelgeving van Nederland. De winsten die deze topholdings wereldwijd behalen slaan neer in Nederland en voor zover deze winsten niet worden uitgekeerd aan aandeelhouders, draagt dit bij aan het Nederlandse spaaroverschot. Omdat deze bedrijven geen reële economische activiteiten in Nederland ondernemen, zegt dit deel van het spaaroverschot weinig over het al dan niet bestaan van onevenwichtigheden in de Nederlandse economie.

Internationale vergelijking spaaroverschot

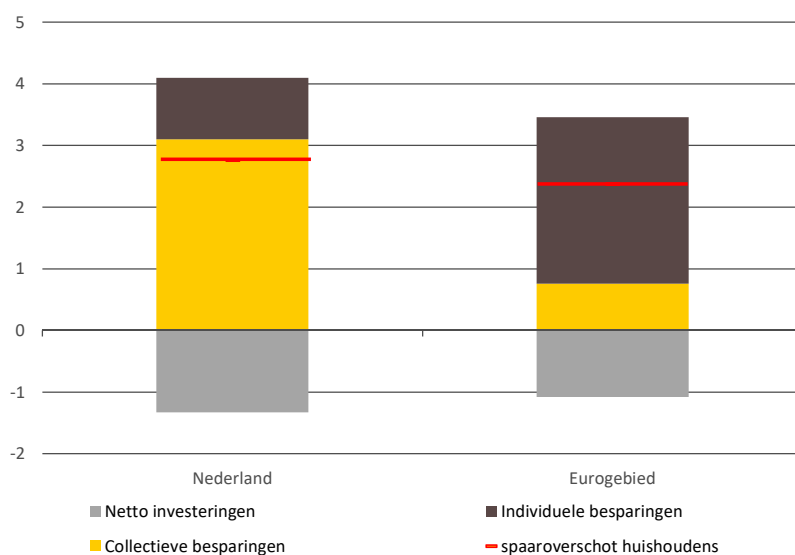
Het Nederlandse spaaroverschot wijkt sterk af van de meeste andere landen: er is bijvoorbeeld geen euroland dat naar verhouding zoveel spaart als Nederland en het verschil is nu groter dan ooit. Dit verschil wordt vooral veroorzaakt door de NFV. Hoewel het spaaroverschot van NFV in de meeste ontwikkelde landen sinds de jaren '90 is toegenomen, is dit in het bijzonder het geval in Nederland. Ook in Japan, Duitsland, Korea en Oostenrijk is het spaaroverschot van NFV sinds de jaren '90 toegenomen (IMF, 2019). Volgens het IMF wordt het omvangrijke spaaroverschot van de NFV in deze landen vooral veroorzaakt door drie factoren: een daling van de AIQ, een daling van de investeringsquote en een beperkte winstuitkeringen aan aandeelhouders. Deze factoren zijn weliswaar niet uniek voor bovengenoemde landen, maar spelen in deze landen wel in relatief sterke mate. Zoals hierboven kort is aangestipt, gaan deze factoren ook op voor Nederland, al is de investeringsquote redelijk op peil gebleven. In Hoofdstuk 3 wordt hier dieper op ingegaan. Daarnaast geldt specifiek voor Nederland dat de inkomsten uit buitenlandse deelnemingen relatief groot zijn. Dit wordt veroorzaakt doordat een relatief groot aantal multinationals in Nederland actief zijn met hun hoofdkantoor.

Verder geldt dat het spaaroverschot van Nederlandse huishoudens met 2,8% bbp over de periode 2009-2018 iets hoger is dan het gemiddelde in het eurogebied van 2,4% bbp. De aanmerkelijk hogere collectieve besparingen in Nederland worden deels gecompenseerd door lagere individuele besparingen (zie Grafiek 8). Buitenlandse huishoudens hebben meer behoefte aan individuele

besparingen omdat zij vergeleken met Nederland veel minder collectief sparen voor hun pensioen. De totale besparingen van Nederlandse huishoudens liggen met 4,1% bbp hoger dan de 3,5% bbp in het eurogebied. Hoewel Nederlandse huishoudens ook iets meer investeren, komt het spaaroverschot (besparingen minus investeringen) per saldo hoger uit in Nederland dan in het eurogebied.

Grafiek 8. Spaaroverschot huishoudens internationaal vergeleken

Procenten bbp; gemiddelde 2009-2018



Bron: OESO.

De Nederlandse overheid heeft het afgelopen decennium met 2,0% bbp een lager begrotingstekort dan gemiddeld in het eurogebied (2,7% bbp). Tijdens en kort na de financiële crisis is het tekort van de Nederlandse overheid minder sterk verslechterd dan in andere eurolanden, vooral door extra bezuinigingen. In recente jaren heeft de Nederlandse overheid een begrotingsoverschot, terwijl de andere landen van het eurogebied als geheel nog steeds een tekort hebben.

2.3 Financiële rekening

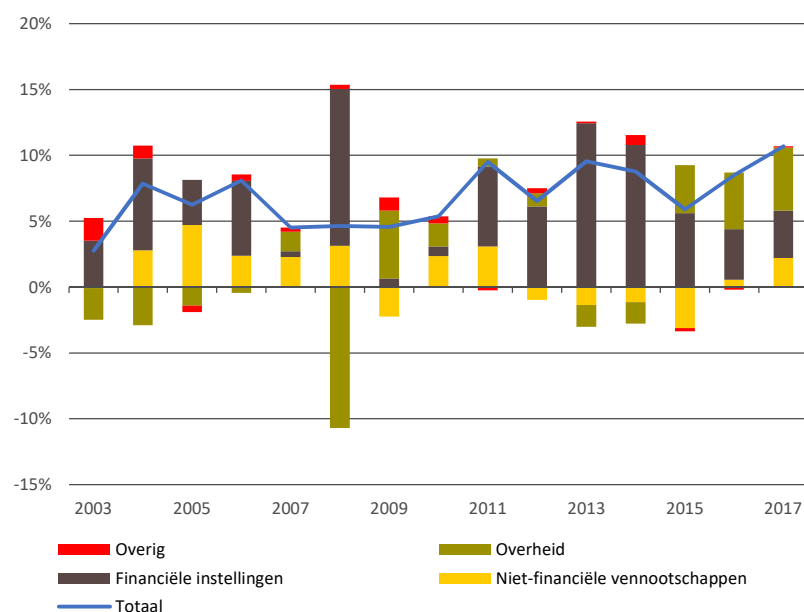
Een derde perspectief op het Nederlandse spaaroverschot wordt geboden door de financiële rekening van de betalingsbalans. Zoals hierboven beschreven, als een land meer uitvoert dan het invoert, ontstaat er een overschot op de lopende

rekening, wat vrijwel gelijk is aan het vorderingensaldo. Dit saldo is het bedrag dat geleend wordt aan het buitenland. Daarmee ontstaat er een vordering op het buitenland. Dit kan bijvoorbeeld via buitenlandse directe investeringen of het kopen van buitenlandse obligaties. De financiële rekening geeft inzicht in welke sectoren deze vorderingen op het buitenland opbouwen. Het is niet noodzakelijk dat een sector met een positief vorderingensaldo tevens een sector is die vorderingen op het buitenland opbouwt. Ook kan een vordering worden opgebouwd op een andere binnenlandse sector, die vervolgens de vordering op het buitenland heeft.

Grafiek 9 geeft het saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans uitgesplitst naar sector. Terwijl het vorderingensaldo gedomineerd wordt door de NFV, zijn het vooral financiële instellingen (met name pensioenfondsen) die investeren in het buitenland. De gemiddelde bijdrage van financiële instellingen op de financiële rekening bedroeg 59% in de periode 2003-2018, tegenover 15% van NFV. Daarnaast valt op dat huishoudens (die in Grafiek 9 vallen onder 'overig') ondanks hun vorderingensaldo nauwelijks investeren in het buitenland.

Grafiek 9. Financiële Rekening

Procenten bbp



Bron: DNB.

Het relatief grote belang van pensioenfondsen op de financiële rekening weerspiegelt het pensioenvermogen van Nederlandse huishoudens, waarvan een groot deel door pensioenfondsen belegd wordt in het buitenland. De beleggingsinkomsten die voortvloeien uit pensioenbeleggingen worden in de Nationale Rekeningen echter toegerekend aan huishoudens. Hierdoor slaat het deel van het vorderingensaldo dat gerelateerd is aan ons pensioenstelsel neer bij huishoudens en niet bij pensioenfondsen. Daarnaast hangt het beperkte aandeel van de NFV op de financiële rekening samen met het feit dat hun vorderingensaldo voor ongeveer de helft gelokaliseerd is bij het MKB, dat nauwelijks belangen in het buitenland heeft (zie Hoofdstuk 3). Een deel hiervan vindt mogelijk alsnog zijn weg naar het buitenland via banken en beleggingsfondsen die de spaartegoeden van het MKB investeren in het buitenland. De bijdrage van NFV aan het overschot op de financiële rekening komt vooral door de directe buitenlandse investeringen van Nederlandse multinationals. Investerings door buitenlandse multinationals in Nederland drukken deze bijdrage juist.

3. Onderverdeling van het spaaroverschot van NFV naar verschillende typen bedrijven

3.1 Uitsplitsing spaaroverschot NFV

Het is lastig om op basis van de cijfers van de Nationale Rekeningen de oorzaken te achterhalen voor het hoge spaaroverschot van NFV, omdat achter de geaggregeerde cijfers sterk uiteenlopende ontwikkelingen schuilgaan voor verschillende typen bedrijven. Daarom wordt het spaaroverschot van NFV hier uitgesplitst naar verschillende typen bedrijven. Zo wordt duidelijk waar het spaaroverschot is gelokaliseerd en hoe de besparingen van verschillende typen bedrijven zijn opgebouwd. Data over de financiële balanssen worden gebruikt om te analyseren waarvoor bedrijven de besparingen hebben aangewend.

De uitsplitsing geschiedt door het combineren van diverse bronnen van het CBS en DNB: de Nationale Rekeningen, een maatwerktabel over de rol van multinationals in de Nederlandse economie, de micro-statistiek SFO/SFGO en gedetailleerde betalingsbalansstatistieken van DNB. Naast een uitsplitsing in midden en kleinbedrijf (MKB) versus grootbedrijf (GB), kan het GB verder opgesplitst worden in Nederlandse en buitenlandse multinationals (MNEs) en in GB dat niet tot een MNE behoort.¹⁵ Ook kan zo een onderverdeling naar bedrijfstakken gemaakt worden. Het CBS publiceert deze uitsplitsingen niet in één consistent stelsel. In onderhavige exercitie zijn verschillende veronderstellingen gemaakt en de gepresenteerde opstellingen dienen daarom beschouwd te worden als indicatief. Wel blijven de hier gepresenteerde bevindingen ook in grote lijnen geldig onder alternatieve veronderstellingen. Zie de appendix voor een uitgebreide beschrijving van de werkwijze.

¹⁵ MKB is hier gedefinieerd als bedrijven in Nederlands eigendom die geen deel uitmaken van een concern met meer dan 250 werknemers. GB is gedefinieerd als bedrijven die deel uitmaken van een concern met meer dan 250 werknemers. GB Nederlandse MNE is gedefinieerd als GB-bedrijven in Nederlands eigendom met dochters in het buitenland. GB buitenlandse MNE is gedefinieerd als Nederlandse GB-bedrijven in buitenlands eigendom met dochters in het buitenland. GB niet-MNE is gedefinieerd als GB-bedrijven in Nederlands eigendom zonder dochters in het buitenland.

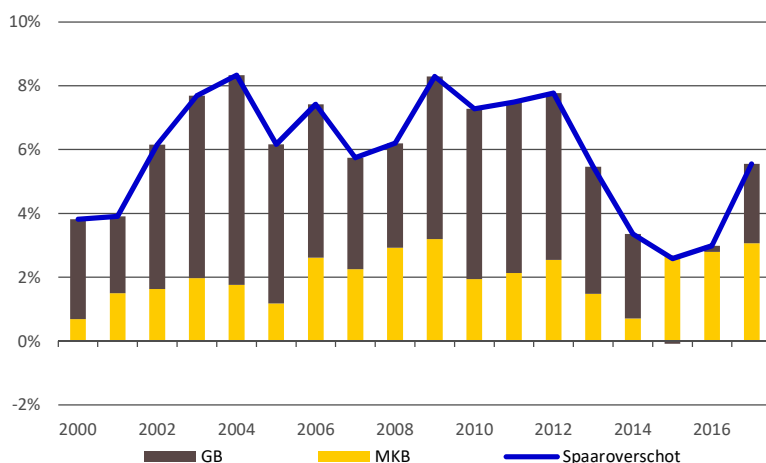
3.2 Spaaroverschot zowel bij GB als MKB

Het spaaroverschot blijkt zowel bij het GB als bij het MKB te zijn gelokaliseerd. Grafiek 10 geeft het geschatte spaarsaldo als percentage van het bbp, onderverdeeld naar bedrijfsgrootte. Over de gehele periode 2000-2017 was 36% van het overschot bij het MKB gelokaliseerd en 64% bij het GB.¹⁶ In recente jaren was het MKB verantwoordelijk voor het merendeel van het overschot. Het spaaroverschot van het MKB ligt gemiddeld rond 2% bbp en fluctueert licht met de conjunctuur. Het spaaroverschot van het GB is aanmerkelijk volatieler, ook omdat het slechts een beperkt aantal ondernemingen betreft. De fluctuaties in het totale spaaroverschot van NFV worden dan ook grotendeels veroorzaakt door het GB. Het GB, waartoe ook de Nederlandse MNEs worden gerekend, waren verantwoordelijk voor de sterke stijging in het spaaroverschot na de eeuwwisseling en leverde lange tijd de grootste bijdrage aan het overschot. Sinds de financiële crisis is het spaaroverschot van het GB echter kleiner en in de jaren 2015 en 2016 zelfs rond nul. Dit komt vooral doordat de winsten gedrukt zijn door lagere inkomsten uit buitenlandse deelnemingen. Achter het spaaroverschot van het GB gaan echter sterk uiteenlopende ontwikkelingen schuil van de verschillende typen ondernemingen. Dit wordt in paragraaf 3.4 nader toegelicht.

¹⁶ DNB heeft 24 april 2019 het DNBulletin 'Spaaroverschot zit in toenemende mate bij kleinere bedrijven' gepubliceerd, waarin een lager aandeel van het MKB werd gerapporteerd dan in deze studie. Dit DNBulletin was gebaseerd op de cijfers uit SFO/SFGO, die niet volledig aansluiten bij de Nationale Rekeningen. De schattingen van deze Occasional Study sluiten wel volledig aan bij de Nationale Rekeningen. Verder heeft het CPB in 2014 een studie gepubliceerd over het spaaroverschot van niet-financiële bedrijven, waarin op basis van microdata van SFO/SFGO wordt gekeken naar de *besparingen* (ingehouden winsten) zijn gelokaliseerd (Jansen en Ligthart, 2014). In deze CPB-studie werd de nadruk gelegd op de hoge bijdrage van het GB, dat over de beschouwde periode 1995-2011 de grootste bijdrage aan het overschot leverde.

Grafiek 10. Spaaroverschot: bijdragen MKB en GB

Procenten bbp



Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

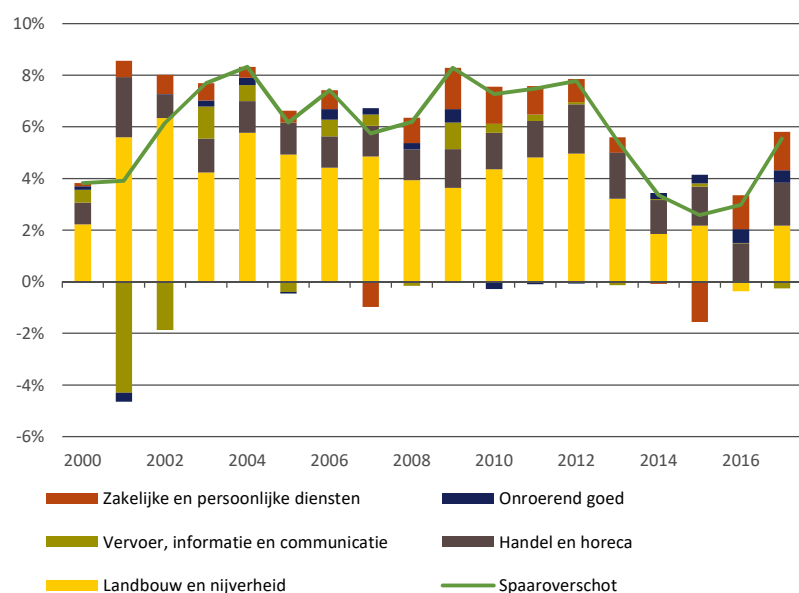
Uitsplitsing spaaroverschot NFV naar bedrijfstak

Het spaaroverschot is sterk geconcentreerd in de bedrijfstak 'landbouw en nijverheid' (zie Grafiek 11).¹⁷ Over de beschouwde periode van 2000-2017 is deze bedrijfstak verantwoordelijk voor ruwweg tweederde van het totale spaaroverschot van NFV. Dit betreft vooral het GB, hoewel ook het MKB een beperkte bijdrage levert. De laatste jaren ligt het spaaroverschot van 'landbouw en nijverheid' flink lager, wat ook het totale spaaroverschot van het GB fors heeft gedrukt. De rest van het spaaroverschot is grotendeels gelokaliseerd in de 'handel en horeca' en de 'zakelijke en persoonlijke diensten'. Het spaaroverschot van 'handel en horeca' komt zowel door het GB als het MKB, en vertoont een stijgende trend. Het spaaroverschot van 'zakelijke en persoonlijke diensten' valt grotendeels onder het MKB en is het laatste decennium fors hoger dan in de beginperiode.

¹⁷ Dit is het laagste aggregatieniveau van bedrijfstakken dat gemaakt kan worden, omdat niet van alle bronnen een lager aggregatieniveau beschikbaar is. De micro-statistiek SFO suggereert dat het merendeel van het spaaroverschot van de bedrijfstak 'landbouw en nijverheid' gelokaliseerd is bij de 'industrie'. Kanttekening bij deze statistiek is echter dat de totaalcijfers niet optellen tot de cijfers van de Nationale Rekeningen.

Grafiek 11. Spaaroverschot NFV naar bedrijfstak

Procenten bbp



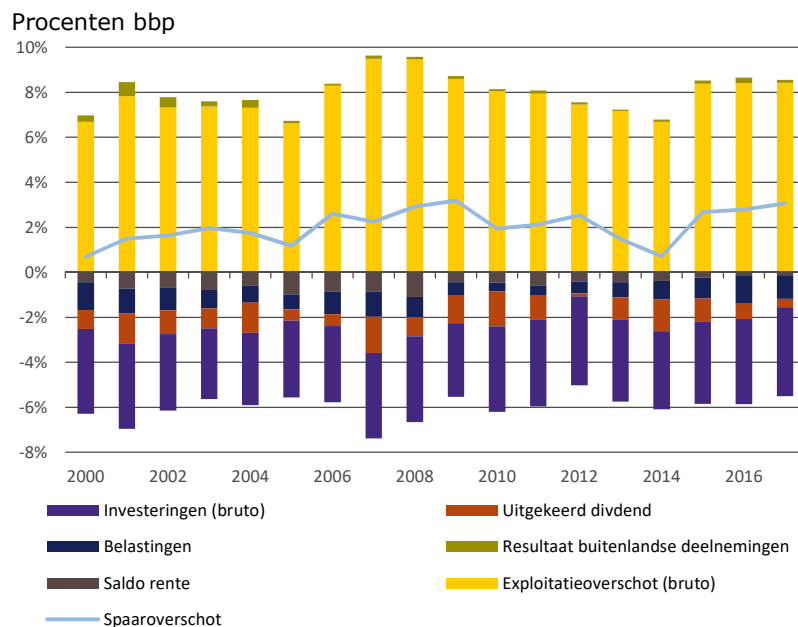
Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

3.3 Oorzaken van het spaaroverschot van het MKB

Grafiek 12 geeft de samenstelling van het spaaroverschot van het MKB. Het spaaroverschot van het MKB is gestegen van 0,7% bbp in 2000 naar 3,1% bbp in 2017. Deze stijging komt vooral doordat de winsten op binnenlandse productie zijn toegenomen, weerspiegeld in een daling van de AIQ.¹⁸ De AIQ van het MKB dient overigens met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden, omdat een klein deel van de werkenden in het MKB, ruwweg 5 procent, bestaat uit DGAs die zelf hun eigen loonsom bepalen en waarvoor wettelijke minimeisen gelden voor de hoogte van het loon. De hogere winsten zijn voor een belangrijk deel aangehouden binnen de onderneming. Ondanks de hogere winsten van het MKB zijn de dividenduitkeringen en de investeringen (als percentage van de toegevoegde waarde) vrij constant gebleven over de beschouwde periode. Hierdoor is het spaaroverschot van het MKB geleidelijk opgelopen.

¹⁸ Ook in het Jaarbericht Staat van het MKB wordt geconstateerd dat de loonontwikkeling sinds 2010 is achtergebleven bij de ontwikkeling van de toegevoegde waarde (Nederlands Comité voor Ondernemerschap, 2019).

Grafiek 12. Decompositie spaaroverschot MKB



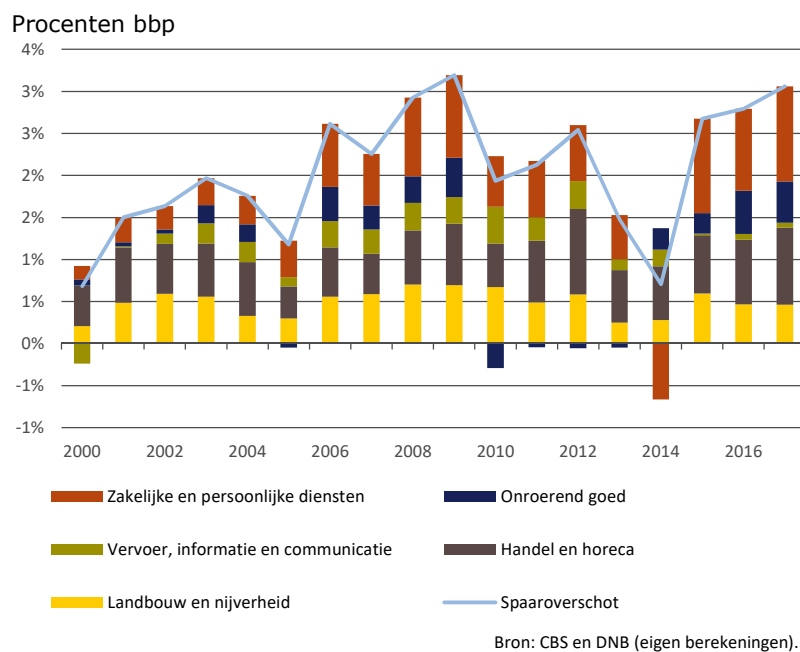
Spaaroverschot MKB vooral gelokaliseerd bij diensten, handel en horeca

Het grootste deel van het spaaroverschot van het MKB is gelokaliseerd bij 'zakelijke en persoonlijke diensten' en bij 'handel en horeca' (zie Grafiek 13).¹⁹

Deze zijn ook grotendeels verantwoordelijk voor de stijging van het spaaroverschot van het MKB. De onroerendgoedsector heeft hier ook aan bijgedragen. Tot slot levert de 'landbouw en nijverheid' een bescheiden en door de tijd relatief constante bijdrage aan het overschot van het MKB.

¹⁹ Het spaartekort van de 'zakelijke en persoonlijke diensten' van het MKB in 2014 wordt waarschijnlijk veroorzaakt door een anomalie in de maatwerktabel 'De rol van multinationals in de Nederlandse economie'. Deze tabel toont een eenmalige piek in de 'beloning van werknemers' van het MKB, terwijl de categorie 'buitenlandse MNE' een vrijwel gelijk negatief bedrag toont in dezelfde bedrijfstak. Deze relatief hoge lonen drukken het spaartekort.

Grafiek 13. Spaaroverschot MKB uitgesplitst naar bedrijfstak



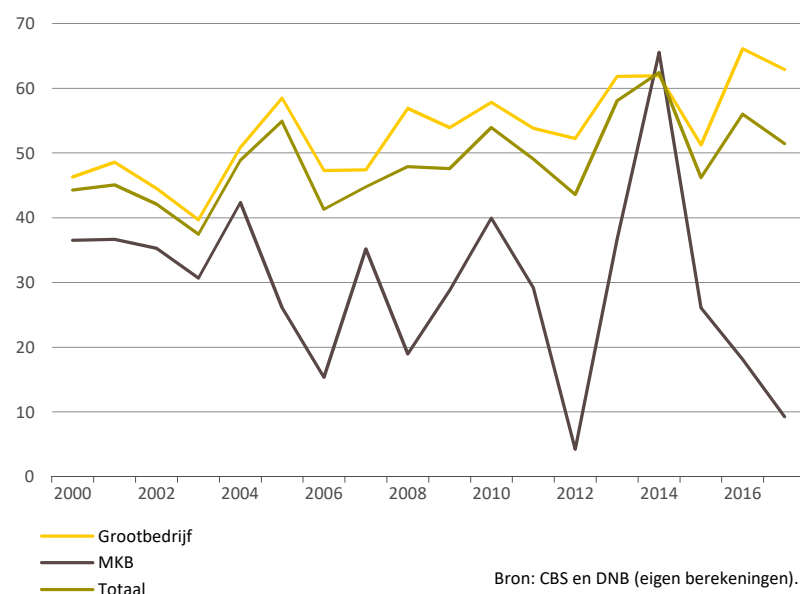
MKB keert relatief weinig winst uit

Vergeleken met het GB keert het MKB opmerkelijk weinig winst uit. Zo bedroeg de gemiddelde dividenduitkering van het MKB 30% van de behaalde winst in de periode 2000-2017, tegenover 53% bij het GB (zie Grafiek 14). Dat het MKB de winst grotendeels in de onderneming houdt en niet uitkeert aan de aandeelhouders, lijkt deels samen te hangen met de volgende twee factoren: fiscale prikkels voor directeur-grotaandeelhouders (DGAs) om winst in de onderneming aan te houden en het feit dat het MKB sinds de crisis meer is gaan sparen om een groter deel van hun investeringen te financieren met interne middelen.²⁰ Deze factoren worden hieronder nader toegelicht.

²⁰ Ook het CPB noemt deze beide factoren als mogelijke oorzaak voor de relatief lage winstuitkering van het MKB (Suyker en Wagteveld, 2019).

Grafiek 14. Winstuitkering GB en MKB

Percentage van de netto winst na belasting



Fiscale prikkels zetten DGAs aan tot sparen

Het gros van het MKB wordt geleid door DGAs, waardoor de dividenduitkeringen van het MKB over het algemeen zeer gevoelig zijn voor fiscale prikkels (Van Geest, 2019).²¹ Doordat een DGA zowel werknemer, eigenaar als bestuurder is binnen het bedrijf, beschikt de DGA in de praktijk over vele mogelijkheden tot ‘belastingplanning’ of fiscale arbitrage. Vanwege de verschillende belastingtarieven in box 1 en 2 van de inkomstenbelasting, betaalt een DGA bijvoorbeeld minder belasting door winst uit te keren als dividend dan als salaris. Daarnaast stelt het Ministerie van Financiën (2019) dat het voor DGAs fiscaal aantrekkelijk is om liquide middelen als lening aan de eigen vennootschap te onttrekken in plaats van als dividend uit te laten keren. Volgens het Ministerie van Financiën wordt belastingheffing door DGAs hierdoor langdurig uitgesteld en vindt soms zelfs helemaal geen belastingheffing plaats. Ook is het voor DGAs

²¹ Een DGA is een persoon die werkt voor een bedrijf met rechtspersoonlijkheid waarvan hij minimaal 5% van de aandelen in bezit heeft. Door cijfers over het aantal ondernemingsgroepen in het MKB in de SFO-microdatabase te vergelijken met cijfers over het aantal DGAs in inkomensstatistieken, blijkt dat ten minste twee-derde tot driekwart van de MKB-ondernemingen in de microdata DGA-bedrijven betreffen. Dat maakt het aannemelijk dat ontwikkelingen in het spaaroverschot van het MKB grotendeels gedreven worden door het gedrag van DGAs.

lange tijd fiscaal aantrekkelijk geweest om binnen de onderneming pensioen op te bouwen. Verder stellen DGAs dividenduitkering mogelijk uit in afwachting op een ‘*Tax Holiday*’ (eenjarige verlaging van het tarief over inkomen uit aanmerkelijk belang, in box 2 van de inkomstenbelasting).²² Dit verklaart ook deels de relatief hoge dividenduitkeringen in de jaren 2007 en 2014 (Grafiek 14), en daarmee ook de daling in het spaaroverschot van het MKB in die jaren.

Spaaroverschot MKB deels aangewend voor pensioenopbouw en leningen van DGAs

Om inzicht te krijgen in hoe de besparingen van het MKB zijn aangewend, kan er gekeken worden naar de ontwikkeling van de activa op de balans van de betreffende ondernemingen. Positieve besparingen betekenen namelijk dat een bedrijf per saldo activa opbouwt.²³ De balansdata uitgesplitst naar MKB en GB uit onderstaande figuren komen volledig uit de SFO/SFGO, waardoor deze waarden niet optellen tot de totale waarden van de Nationale Rekeningen.²⁴ Doordat de totale NFV-balans in de SFO redelijk vergelijkbaar is met die in de Nationale Rekeningen, kan dit wel een indicatie geven.

Grafiek 15 geeft de opbouw van de activa en passiva van het MKB. De kapitaalgoederenvoorraad is op peil gebleven met een vrij constant aandeel in de toegevoegde waarde van het MKB, wat in lijn is met de relatief constante investeringsquote van het MKB. Het MKB blijkt over de beschouwde periode vooral liquide middelen en vorderingen te hebben opgebouwd. De vorderingen die het MKB in 2017 op de balans had staan (EUR 109 miljard), bestaan voor een substantieel deel uit pensioenvoorzieningen en verstrekte leningen van de onderneming aan de DGAs zelf. Zo bedroeg het pensioen in eigen beheer op basis van gegevens van het Ministerie van Financiën in 2009 EUR 31 miljard (Ministerie van Financiën, 2014) en hadden DGAs in 2016 voor EUR 55 miljard schuld aan de eigen onderneming (Ministerie van Financiën, 2019).

²² Zie ook Bettendorf, Lejour en Van 't Riet (2016).

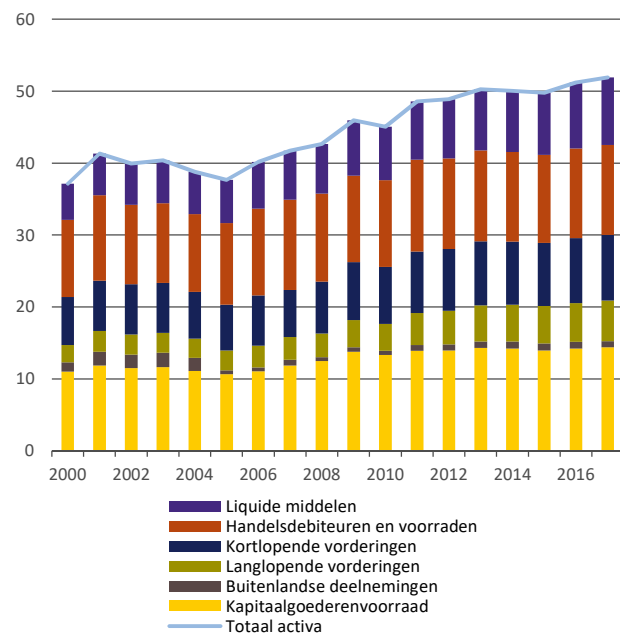
²³ De relatie tussen besparingen en activa is echter niet één-op-één: activa kunnen ook veranderen door waardenmutaties. Ook kan activa opgebouwd worden door externe financiering aan te trekken: via het lenen van geld of het uitgeven van aandelen. Verder kunnen besparingen gebruikt worden om eigen aandelen in te kopen, wat – naast het uitkeren van dividend – een van de manieren is om vermogen uit het bedrijf terug te laten vloeien naar aandeelhouders.

²⁴ In de appendix wordt dieper ingegaan op de verschillen tussen de Nationale Rekeningen en de SFO/SFGO.

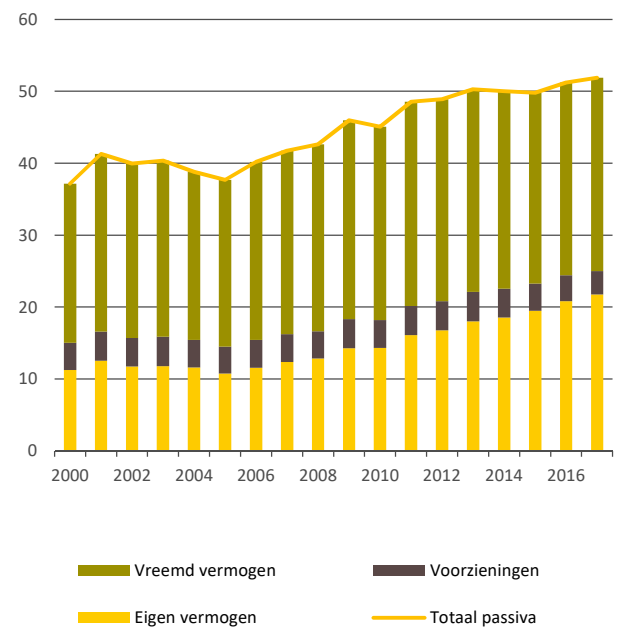
Grafiek 15. Balans MKB

Procenten bbp

Activa



Passiva



Bron: CBS (eigen berekeningen).

De leningen die DGAs aan zichzelf verstrekken, hebben een substantieel effect op het spaaroverschot van het MKB. Door deze winsten als lening aan zichzelf te geven en niet uit te keren als dividend, wordt het spaaroverschot van het MKB verhoogd, terwijl het spaaroverschot van huishoudens juist wordt verlaagd. Over de periode 2011-2016 hebben DGAs in totaal EUR 17 miljard aan extra leningen aan zichzelf verstrekt.²⁵ Indien DGAs hetzelfde bedrag niet hadden geleend maar aan zichzelf hadden uitgekeerd als dividend, zou het spaaroverschot van het MKB in deze periode grofweg gemiddeld 21% lager liggen. Het spaaroverschot van huishoudens zou over deze periode hierdoor juist 12% hoger uitkomen. Huishoudens zullen door de lening meer gaan besteden, terwijl hun inkomen onveranderd blijft. Het *nationale* spaaroverschot hoeft hierdoor overigens niet toe te nemen. Hoewel het uitstellen van winstuitkeringen kan leiden tot onderbesteding van DGAs, wordt dit deels tenietgedaan door de leningen die zij

²⁵ Dit is berekend op basis van interne gegevens van het Ministerie van Financiën, die alleen voor de periode 2011-2016 beschikbaar zijn.

zichzelf geven. Het kabinet heeft vorig jaar aangekondigd de leningen die DGAs fiscaal voordelig aan zichzelf mogen geven te beperken; als de schuld in totaal boven EUR 500.000 komt, wordt dat meerdere (vanaf 2022) belast als inkomen in box 2.²⁶

MKB spaart sinds de crisis meer om te voorzien in financieringsbehoefte

Daarnaast is het MKB sinds de crisis meer gaan sparen om een groter deel van hun investeringen te financieren met interne middelen. Zo laat Grafiek 15 zien dat de investeringen van het MKB op peil zijn gebleven, wat betekent dat ook hun financieringsbehoefte min of meer gelijk is gebleven. Sinds de crisis is het MKB daarbij meer gebruik gaan maken van interne middelen en minder van externe financiering, waarvan bancaire krediet de belangrijkste bron is. Ondanks de opgaande conjunctuur van de afgelopen jaren is het uitstaande bancaire krediet aan het MKB afgenomen sinds 2014, het eerste jaar waarvoor cijfers beschikbaar zijn (Grafiek 16). Hierdoor is de solvabiliteit (eigen vermogen als percentage van totale balans) van het MKB na de crisis toegenomen van 30% in 2008 naar 42% in 2017, terwijl de solvabiliteit in de jaren daarvoor vrij stabiel was.

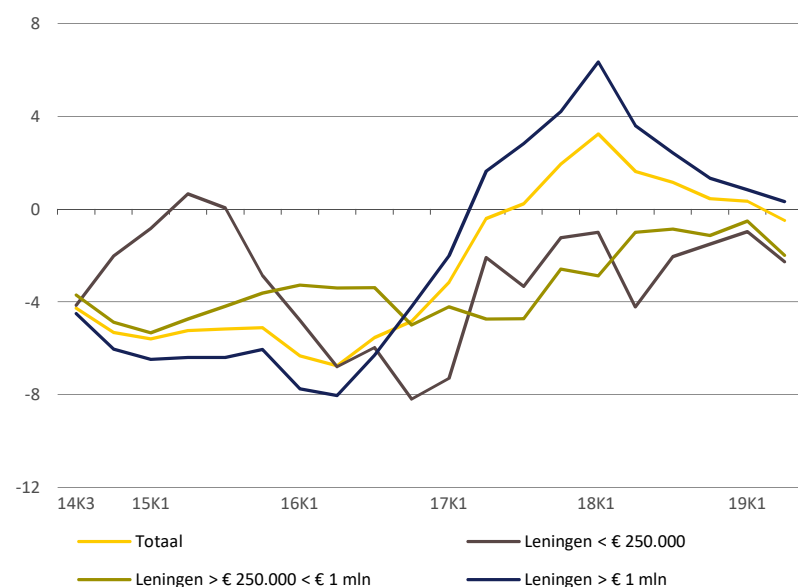
Bij de verklaring voor deze toename in besparingen kunnen verschillende factoren een rol spelen. Zo hebben bedrijven uit het Nederlandse MKB ten opzichte van die elders in Europa minder vaak een lening aangevraagd in de periode 2009-2018 (Dubovik, et al., 2019). Dit kan ermee samenhangen dat het MKB sinds de financiële crisis minder afhankelijk wil zijn van bancaire kredietverlening, omdat de beschikbaarheid van deze financieringsbron tijdens de crisis bleek te dalen. Ook nu nog kan door deze ervaring de vraag van bedrijven naar externe financiering zijn afgenomen.²⁷ Tegelijkertijd zijn er ook in het heden aanwijzingen voor knelpunten in de markt voor MKB-krediet. Dit wordt hieronder nader toegelicht.

²⁶ Eigenwoningschulden bij de eigen BV blijven hierbij buiten beschouwing.

²⁷ Zie artikel Financieel Dagblad 1 november 2019 'De economie groeit, maar ondernemers durven niet te investeren'.

Grafiek 16. Zakelijk kredietverlening aan MKB

Procentuele jaaromzetten



Bron: DNB.

Aanwijzingen voor knelpunten in de markt voor MKB-krediet

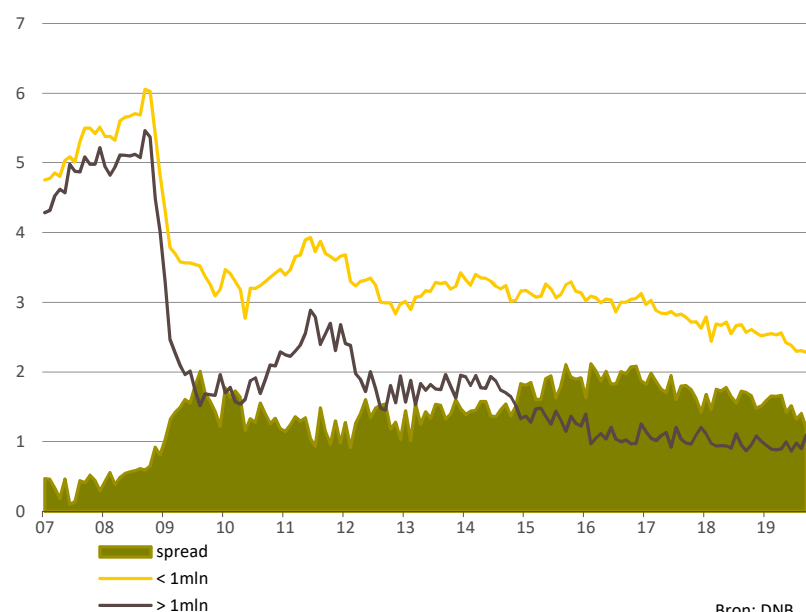
Het renteverschil tussen kleine en grote leningen is sinds de crisis fors gestegen en is sindsdien aanhoudend hoog gebleven (zie Grafiek 17). Aangezien het MKB in relatief sterke mate afhankelijk is van kleine leningen, impliceert dit een (relatieve) achteruitgang in hun toegang tot krediet ten opzichte van het GB. Ook ten opzichte van het eurogebied geldt dat het renteverschil tussen kleine en grote leningen in Nederland relatief hoog is, als gevolg van de internationaal gezien relatief hoge rente voor het Nederlandse MKB. Daarnaast laat Grafiek 18 zien dat de kredietvoorwaarden na de crisis zijn verscherpt voor zowel het MKB als het GB. Die voor het GB zijn sindsdien echter weer versoepeld naar het niveau van voor de crisis, maar voor de kredietvoorwaarden voor het MKB is dat niet het geval. Bovendien blijkt dat leningaanvragen van het Nederlandse MKB relatief vaak worden afgewezen vergeleken met leningaanvragen in de rest van het eurogebied (Dubovik, et al., 2019). Deze observaties kunnen vermoedelijk niet worden verklaard door een lage financiële gezondheid van het MKB. Zo blijkt uit Dubovik, et al. (2019) dat de financiële gezondheid van het Nederlandse

MKB vergelijkbaar is met die in de rest van het eurogebied, wat aansluit bij de verbetering van de solvabiliteit die hierboven werd genoemd.

Deze bovenstaande ontwikkelingen houden mogelijk verband met het feit dat de Nederlandse bankensector een van de sterkst geconcentreerde in Europa is. Met name voor kleinere bedrijven zonder directe toegang tot financiële markten kan dit de toegang tot krediet beperken. Zo is het gemiddelde aantal banken waarmee het Nederlandse MKB zaken doet met 1,5 het laagste van Europa en de helft kleiner dan het EU-gemiddelde van 3.²⁸ Daarnaast spelen in de markt voor kredietverlening aan met name kleine bedrijven informatieproblemen een grotere rol. Hierdoor kan het voor banken en nieuwe toetreders lastig zijn om goed zicht te krijgen op de kredietwaardigheid en het bedrijfsmodel van MKB-ers. Verscherpte financiële regelgeving sinds de crisis lijkt daarentegen geen invloed te hebben gehad op de kredietverlening aan het MKB (FSB, 2019).

Grafiek 17. Rente op kleine en grote bedrijfsleningen

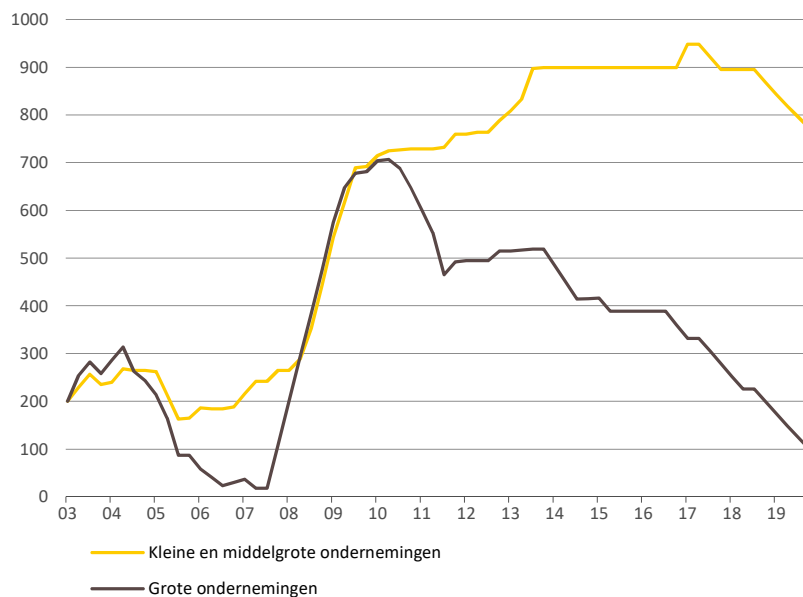
Procenten



²⁸ Zie ECB 'Survey on the access to finance of enterprises' (SAFE database).

Grafiek 18. Kredietvoorwaarden

Index 2003=200



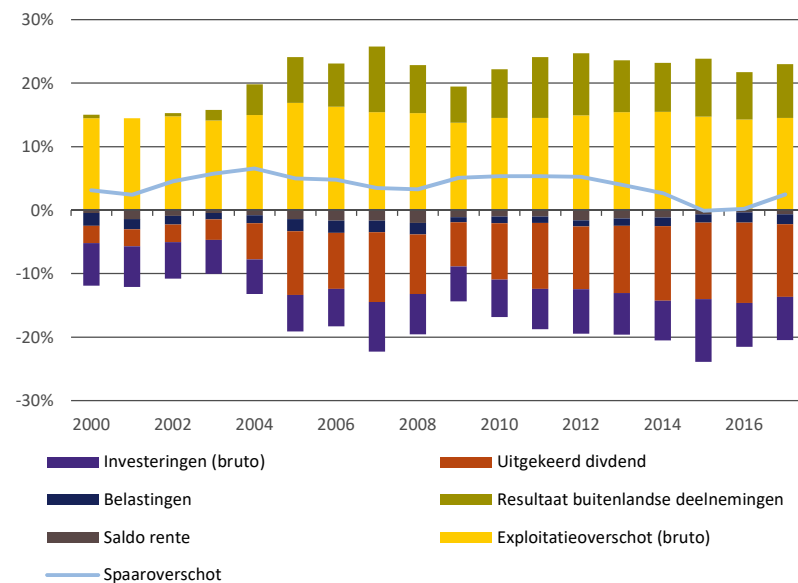
Bron: ECB (bewerkingen DNB).

3.4 Oorzaken voor het spaaroverschot van het GB

Grafiek 19 geeft de opbouw van het spaaroverschot van het totale GB. Naast het bedrijfsresultaat (winsten uit binnenlandse productie) leveren de inkomsten uit buitenlandse deelnemingen een belangrijke bijdrage aan de hoge winsten van het GB. Na de eeuwwisseling zijn de inkomsten uit buitenlandse deelnemingen sterk gestegen en sindsdien op een hoog niveau gebleven. De winstuitkeringen van het GB liggen daarentegen aanmerkelijk hoger dan bij het MKB (53% tegenover 30%), maar wel iets lager dan het totale EU-gemiddelde (83%). Verder zijn de investeringen van het GB redelijk op peil gebleven.

Grafiek 19. Spaaroverschot Grootbedrijf

Procenten bbp



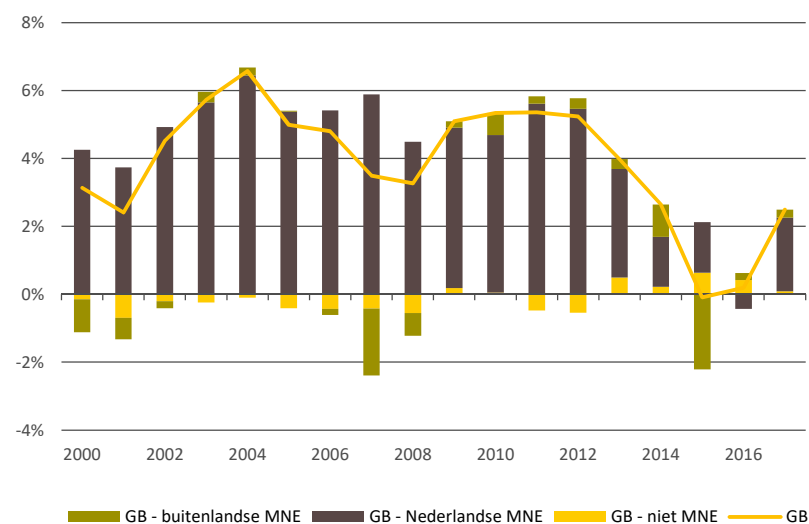
Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

Nederlandse MNEs bepalend voor spaaroverschot GB

Om meer inzicht te krijgen in de achterliggende oorzaken van het spaaroverschot van het GB, wordt onderscheid gemaakt tussen verschillende typen GB. Het GB kan onderverdeeld worden in Nederlandse MNEs, buitenlandse MNEs en GB dat niet tot een MNE behoort. Niet-multinationals behalen hun winst, net als het MKB, vooral uit binnenlandse productie. Daarentegen bestaat de winst van Nederlandse MNEs zowel uit inkomsten van buitenlandse dochterondernemingen als uit bedrijfsresultaat. De grootste bijdrage aan het spaaroverschot van GB komt van Nederlandse MNEs (zie Grafiek 20). Buitenlandse MNEs dragen niet tot nauwelijks bij aan het spaaroverschot, omdat hun winsten uiteindelijk vrijwel volledig neerslaan bij het moederbedrijf in het buitenland.

Grafiek 20. Spaaroverschot GB

Procenten bbp

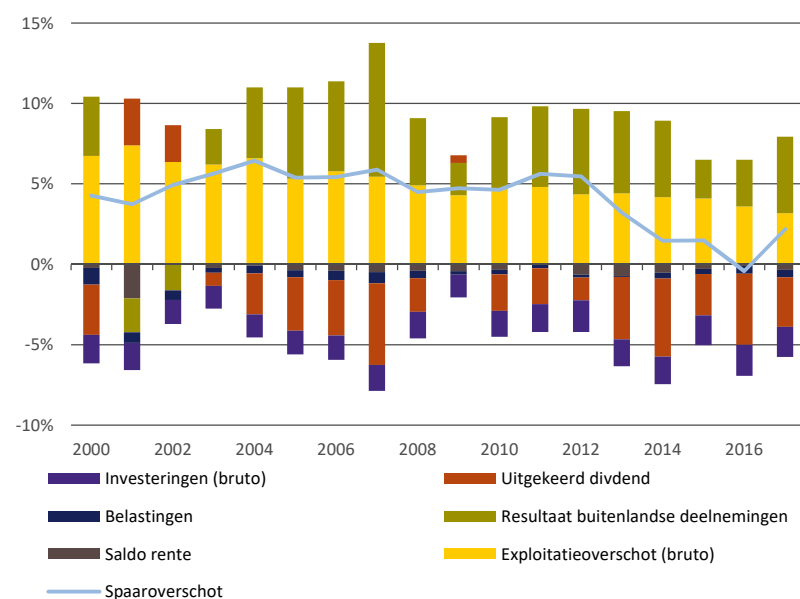


Bron: CBS en DNB (eigen bewerkingen).

Tot 2011 hadden Nederlandse MNEs een aanzienlijk spaaroverschot, maar sindsdien ligt dit op een lager niveau. Dit komt vooral door lagere inkomsten uit buitenlandse dochters en in mindere mate door een gedaald binnenlands bedrijfsresultaat (zie Grafiek 21). Ondanks de lagere winsten van Nederlandse MNEs lagen de dividenduitkeringen de laatste jaren op een relatief hoog niveau, waardoor het spaaroverschot van Nederlandse MNEs is gedaald. Dit beeld van Nederlandse MNEs wordt waarschijnlijk sterk bepaald door enkele zeer grote industriële ondernemingen. Op bedrijfstakniveau is het spaaroverschot van Nederlandse MNEs voor het grootste deel gelokaliseerd bij de bedrijfstak 'landbouw en nijverheid'. Deze is ook grotendeels verantwoordelijk voor de sterke daling van het spaaroverschot van Nederlandse MNEs. Verder levert de 'handel en horeca' een door de tijd heen vrij constante bijdrage aan het overschot.

Grafiek 21. Spaaroverschot Nederlandse MNEs

Procenten bbp



Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

Spaaroverschot Nederlandse MNEs hangt samen met buitenlandse investeringen

Het spaaroverschot van Nederlandse MNEs kan verklaard worden doordat hun besparingen in belangrijke mate zijn aangewend om buitenlandse directe investeringen te financieren. Zo laat Grafiek 22 zien dat ruim de helft van de stijging van de balans van Nederlandse multinationals gedreven wordt door de opbouw van deelnemingen in het buitenland.²⁹ Volgens de gangbare statistisch conventies tellen buitenlandse investeringen niet mee bij de investeringen die in mindering worden gebracht op de besparingen bij het berekenen van het spaaroverschot. Dit heeft een opwaarts effect op het spaaroverschot van landen met een sterke aanwezigheid van hoofdkantoren van MNEs. Andersom leidt het juist tot een lager spaaroverschot van NFV in landen met een sterke aanwezigheid van *buitenlandse* multinationals. Dat in Nederland relatief veel hoofdkantoren van multinationals zijn gevestigd, hangt deels samen met het aantrekkelijke fiscale klimaat (Van 't Riet en Lejour, 2014). Ook andere factoren spelen hierbij een rol, zoals de institutionele kwaliteit, sociaal-politieke

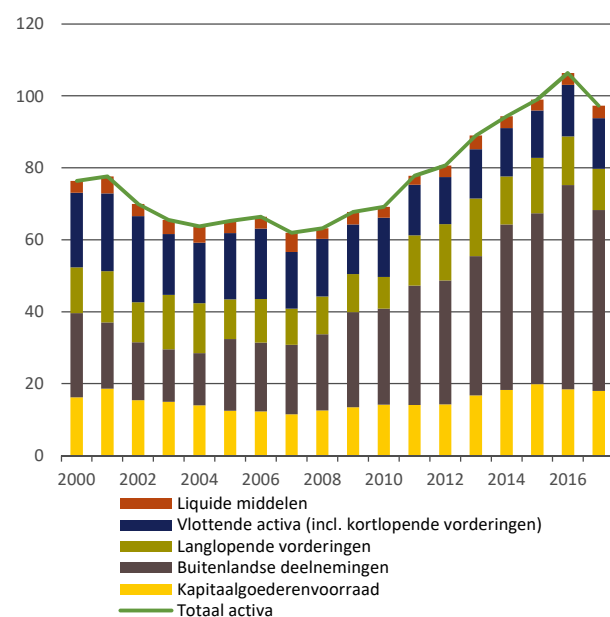
²⁹ Dit is waarschijnlijk nog groter omdat FDI ook in de posten vorderingen kan zitten.

stabiliteit en de samenstelling van de beroepsbevolking (Rojas-Romagosa en Van der Horst, 2014).

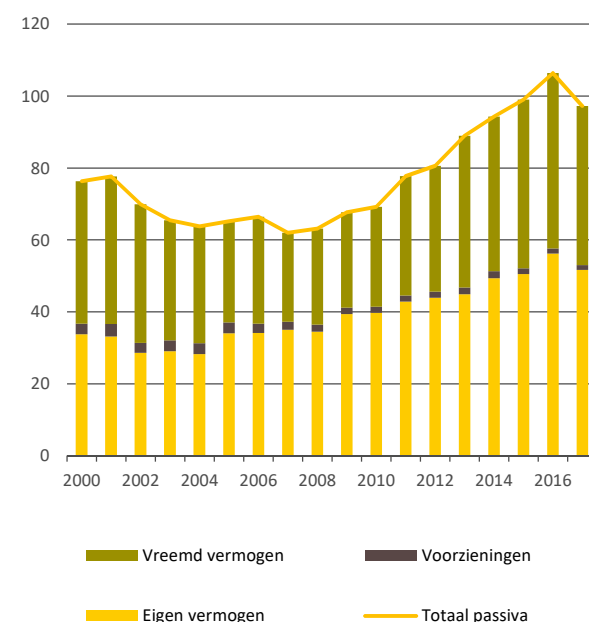
Grafiek 22. Balans Nederlandse MNEs

Procenten bbp

Activa



Passiva



Bron: CBS (eigen berekeningen).

Het spaaroverschot van Nederlandse MNEs heeft een ander karakter dan dat van het MKB. Terwijl het spaaroverschot van het MKB deels lijkt samen te hangen met fiscale prikkels voor winstinhouding en knelpunten in de kredietverlening, hangt het spaaroverschot van Nederlandse MNEs samen met de statistische conventies die bepalen hoe in de Nationale Rekeningen wordt omgegaan met buitenlandse investeringen en met de inkomsten die deze investeringen opleveren. Een groot deel van het spaaroverschot van Nederlandse MNEs betreft hierdoor middelen die door henzelf zijn geïnvesteerd, zij het in het buitenland. Een tweede belangrijk verschil tussen Nederlandse MNEs en MKB is dat het MKB vooral in handen is van Nederlandse ingezetenen, terwijl Nederlandse MNEs voor het grootste deel in handen zijn van buitenlandse aandeelhouders. Dit

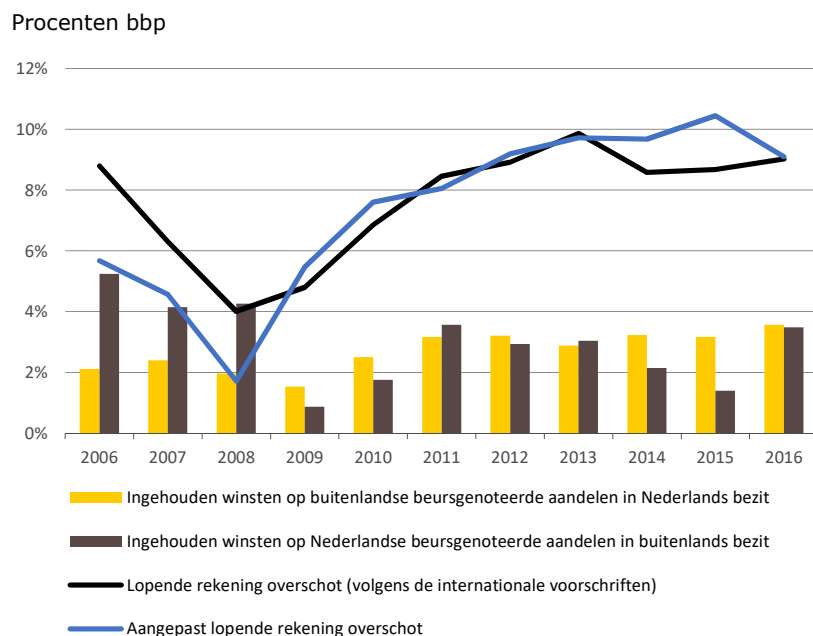
laatste betekent dat een significant deel van de ingehouden winsten die worden toegerekend aan Nederlandse bedrijven uiteindelijk als dividend zullen worden uitgekeerd aan buitenlandse aandeelhouders, waardoor deze in feite dus niet aan Nederland toebehoren (zie box).

Vertekening spaaroverschot door buitenlandse aandeelhouders

De grote bijdrage van Nederlandse MNEs aan het spaaroverschot komt deels voort uit de verschillende manier waarop inkomsten op investeringen in deelnemingen (meer dan 10% eigendom) en inkomsten op portfolio-investeringen (minder dan 10% eigendom) in de statistieken worden behandeld. Bij deelnemingen wordt het buitenlandse moederbedrijf gezien als de entiteit met zeggenschap en controle over de aanwending van de winsten van de dochter. De winsten vallen daarom volledig toe aan deze moedermaatschappij. Een aandeelhouder met een klein belang (<10%) wordt verondersteld deze mate van zeggenschap niet te hebben. Daarom worden winsten hen pas toegerekend wanneer deze daadwerkelijk zijn uitgekeerd in de vorm van dividend.

Omdat de Nederlandse MNEs in veel gevallen de top van de ondernemingsstructuur vormen, worden de ingehouden winsten van het gehele concern aan Nederland toegewezen. Dit komt tot uitdrukking in het spaarsaldo van de sector NFV. Omdat de aandelen van Nederlandse MNEs grotendeels in handen zijn van buitenlandse beleggers, zullen deze winsten echter uiteindelijk grotendeels worden uitgekeerd aan het buitenland. Omdat deze ingehouden winsten worden toegewezen aan Nederland, wordt in feite het nationale spaaroverschot van bedrijven overschat. Tegelijkertijd wordt het spaaroverschot van huishoudens juist onderschat, omdat ingehouden winsten van buitenlandse bedrijven (waarvan de aandelen deels in handen zijn van Nederlandse beleggers en pensioenfondsen) volgens dezelfde regels worden toegewezen aan het buitenland.

Grafiek 23. Correctie lopende-rekeningoverschot



Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

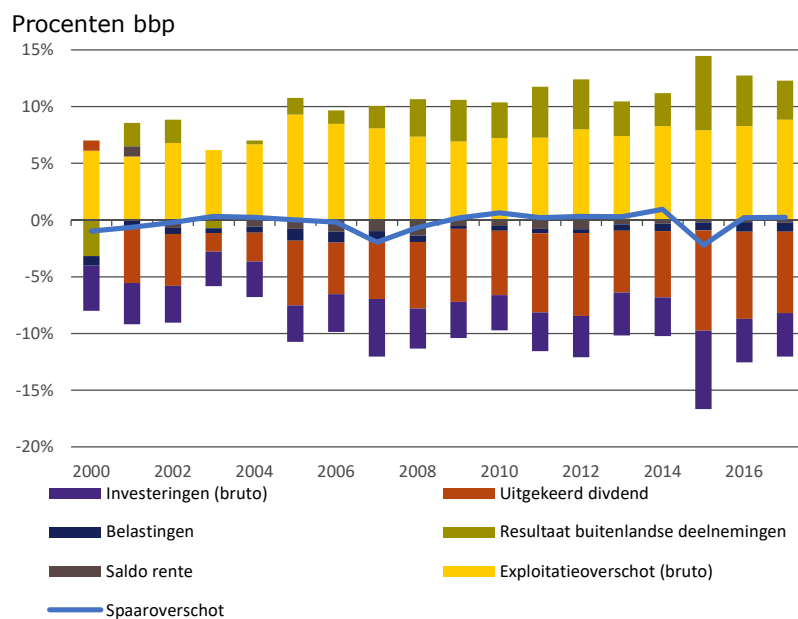
Deze twee vertekeningen heffen elkaar deels op. Grafiek 23 laat een alternatieve berekening van het spaaroverschot zien, waarbij ook de ingehouden winsten op beursgenoteerde bedrijven toegerekend worden aan de aandeelhouder (Korndewal, 2018). Hoewel de effecten van winstinhouding in binnen- en buitenland elkaar in 2016 volledig compenseren, blijkt het Nederlandse lopende-rekeningoverschot in de jaren daarvoor wel vertekend te zijn door het totale effect. Zo resulteert in 2014 en 2015 het meerekenen van de ingehouden winsten op beursgenoteerde aandelen in een hoger lopende-rekeningoverschot. Dit komt doordat de gecorrigeerde inkomensstroom richting het buitenland in deze periode relatief laag is, mede door de lage olieprijs en de daarmee samenhangende lage ingehouden winsten van Nederlandse MNEs. In de periode 2006-2008 lag het spaaroverschot juist lager als deze correctie wordt toegepast.

Buitenlandse MNEs vertekenen beeld maar dragen niet bij aan spaarsaldo

Buitenlandse MNEs zijn bedrijven die in Nederland gevestigd zijn, maar die een dochtermaatschappij zijn van een buitenlandse moedermaatschappij. Deze bedrijven maken met 29% in 2017 een belangrijk deel uit van de toegevoegde waarde van NFV. Hoewel deze MNEs een moederonderneming in het buitenland hebben, valt het op dat deze bedrijven zelf vaak ook dochterondernemingen in het buitenland hebben, waarvan de winsten aan Nederland worden uitgekeerd.

Bij buitenlandse MNEs lopen de financiële stromen precies tegenovergesteld aan die van Nederlandse MNEs. Terwijl de winsten van dochterondernemingen uit het buitenland volledig neerslaan bij Nederlandse MNEs, slaan de winsten van buitenlandse MNEs in Nederland volledig neer in het buitenland. Dit betekent dat de besparingen van buitenlandse MNEs in Nederland ruwweg gelijk zijn aan nul en daarmee dragen deze bedrijven niet of nauwelijks bij aan het Nederlandse spaaroverschot. Wel is een spaartekort mogelijk als de investeringen hoger liggen dan de bruto besparingen.³⁰ Dit is het geval in 2007 en in 2015, toen incidentele grote investeringen in immateriële activa plaatsvonden.

Grafiek 24. Spaaroverschot buitenlandse MNEs



Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

Grafiek 24 geeft de opbouw van het spaaroverschot van buitenlandse MNEs. Het grootste deel van de winst van buitenlandse MNEs komt uit binnenlandse productie. De bijdrage hiervan is door de tijd gestaag toegenomen. Daarnaast zijn de inkomsten uit buitenlandse deelnemingen de laatste twintig jaar sterk gestegen, vooral in de meest recente jaren. Hierdoor zijn de uitgekeerde dividenden aan het buitenland ook sterk toegenomen. Dit heeft het totaalbeeld

³⁰ En omgekeerd is ook een spaaroverschot mogelijk, als de buitenlandse bedrijven *desinvesteren* in Nederland, zie 2010 en 2014 in grafiek 24.

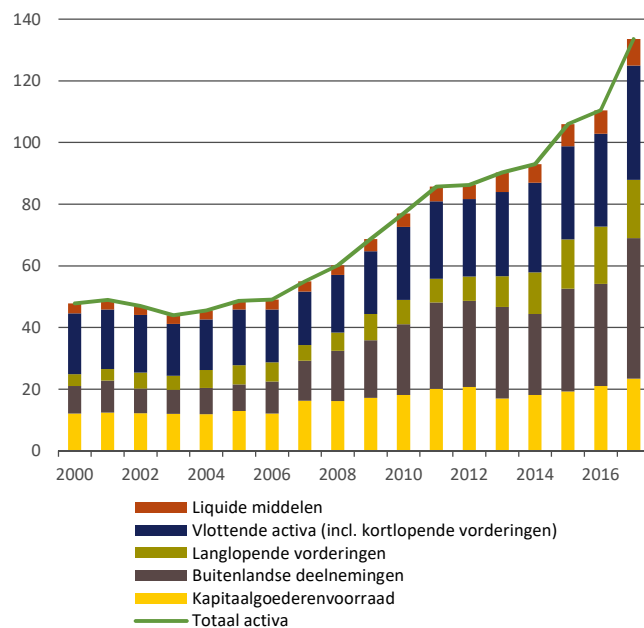
voor het GB vertekend: de lagere buitenlandse inkomsten van Nederlandse MNEs worden gecompenseerd door de hogere inkomsten van buitenlandse MNEs, alleen gaat dit laatste gepaard met een hogere uitstroom van dividend en ingehouden winsten. Dit verklaart waarom in het totaalbeeld voor het GB de inkomsten uit buitenlandse deelnemingen vrij constant blijven, terwijl de dividenduitkeringen zijn toegenomen (zie Grafiek 19). Dit illustreert dat het noodzakelijk is om onderscheid te maken tussen de verschillende typen GB om een goede interpretatie van de ontwikkelingen te kunnen geven.

Ondanks het relatief lage spaaroverschot van buitenlandse MNEs, is de balans van deze bedrijven fors toegenomen. Vergelijkbaar met Nederlandse MNEs geldt dat de balansverlenging voornamelijk het gevolg is van een toename van buitenlandse deelnemingen (zie Grafiek 25). Buitenlandse moedermaatschappijen met een dochteronderneming in Nederland laten daarmee een deel van hun investeringen in de rest van de wereld lopen via Nederland. Naast productieactiviteiten in Nederland vervullen deze bedrijven dus ook een rol als een soort ‘moedermaatschappij’. Het is aannemelijk dat bedrijven voor deze concernstructuur kiezen vanwege het aantrekkelijke fiscale klimaat van Nederland. Het grote aantal belastingverdragen dat Nederland heeft afgesloten met andere landen om dubbele belastingheffing te voorkomen, in combinatie met de deelnemingsvrijstelling, vrijstellingen voor royalties en rentes en vooraf te maken afspraken over belastingheffing (zogenoemde tax rulings), maakt het voor veel MNEs aantrekkelijk om hun winsten via Nederland te laten lopen.

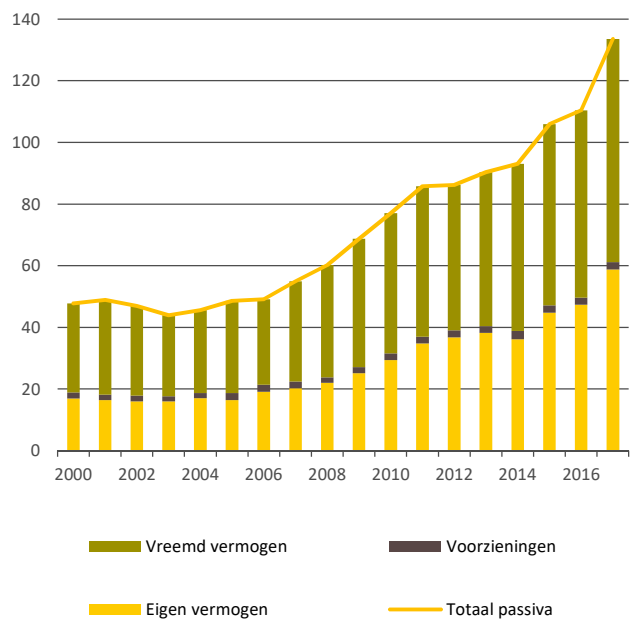
Grafiek 25. Balans buitenlandse MNEs

Procenten bbp

Activa



Passiva



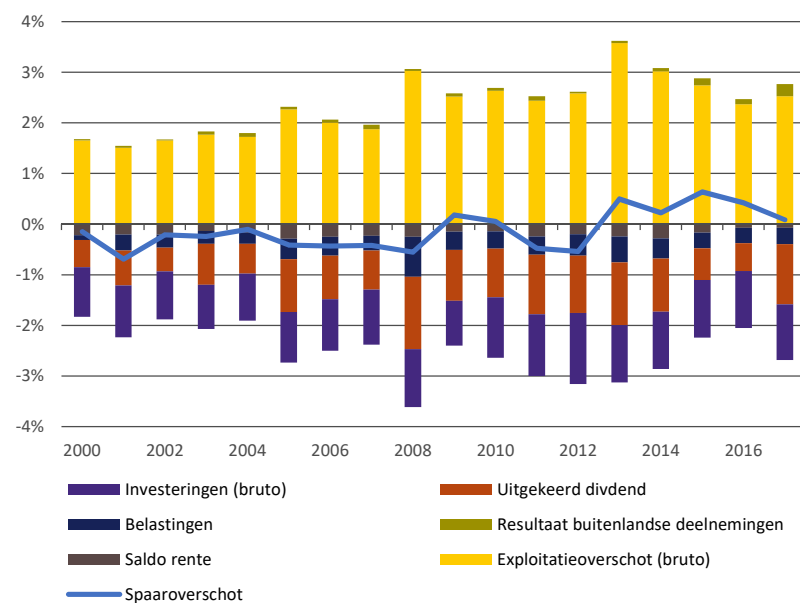
Bron: CBS (eigen berekeningen).

Nederlandse niet-MNEs leveren nauwelijks bijdrage aan overschot

De laatste categorie GB bestaat uit grote Nederlandse bedrijven die geen multinational zijn (niet-MNEs). Het spaaroverschot van Nederlandse niet-MNEs is zeer beperkt (zie Grafiek 26). Over de beschouwde periode lag het spaaroverschot van niet-MNEs lange tijd iets onder nul en in meer recente jaren is deze licht positief. Dit hangt vooral samen met een hogere winsten op binnenlandse productie. Winstuitkeringen liggen gemiddeld op 56%, ongeveer net zo hoog als het totale GB. Winstuitkeringen van Nederlandse niet-MNEs zijn niet structureel toegenomen, waardoor de stijging van de winsten per saldo hebben geleid tot een licht positief spaaroverschot.

Grafiek 26. Spaaroverschot Nederlandse niet-MNEs

Procenten bbp



Bron: CBS en DNB (eigen berekeningen).

4. Nader te verkennen beleidsrichtingen

Er is de laatste jaren veel discussie over welke beleidsmaatregelen Nederland het beste kan nemen om het spaaroverschot terug te dringen. Ook in internationaal verband worden vragen gesteld bij de rol van overschotlanden in het beperken van internationale onevenwichtigheden. Om te bepalen of een land beleid moet voeren om het overschot terug te dringen, kan het beste per land gekeken worden of sprake is van onevenwichtigheden. Hiervoor is het eerst noodzakelijk de structurele oorzaken van het overschot vast te stellen. Beleidsaanbevelingen dienen immers zo veel mogelijk aan te sluiten bij de eventuele verstoringen die aan het overschot ten grondslag liggen. De nadruk ligt in deze studie op het spaaroverschot van *bedrijven*, dus de beleidsaanbevelingen zijn hier op toegespitst. Dit betekent dat het begrotingsbeleid van de overheid en hervormingen van het pensioenstelsel buiten de scope van deze studie vallen.

Door onderscheid te maken tussen verschillende typen bedrijven, geeft deze studie meer inzicht in de achterliggende oorzaken van het spaaroverschot van NFV. Om verschillende typen bedrijven te kunnen onderscheiden, zijn wel verschillende veronderstellingen gemaakt, waardoor de gepresenteerde resultaten als indicatief moeten worden beschouwd.

Deze studie laat zien dat het spaaroverschot de laatste twee decennia zowel bij het MKB als bij het GB is gelokaliseerd. Belangrijke vraag is in hoeverre hier sprake is van economische onevenwichtigheden die kunnen leiden tot onderbesteding. Bij beide typen bedrijven zijn de winsten sinds de eeuwwisseling sterk toegenomen. Bij het MKB zijn vooral de winsten op binnenlandse productie toegenomen, weerspiegeld in een daling van de AIQ. Bij het GB zijn Nederlandse multinationals grotendeels verantwoordelijk voor het spaaroverschot. Hun winsten zijn vooral toegenomen door hogere inkomsten uit buitenlandse investeringen. De hogere winsten van MKB en GB hebben zich vertaald in een oplopend spaaroverschot, omdat met het stijgen van de winsten de winstuitkeringen en investeringen niet in gelijke mate zijn toegenomen. Nederlandse bedrijven keren vergeleken met andere landen relatief weinig

winst uit als dividend. Dit speelt vooral bij het MKB, waarvan de eigenaren (grotendeels DGAs) er deels om fiscale redenen voor kiezen om de winsten in relatief sterke mate in het bedrijf te houden en aan zichzelf als particulier uit te lenen. Ook heeft het MKB een grotere voorkeur ontwikkeld voor interne financiering van investeringen, mogelijk als gevolg van ervaren dan wel verwachte knelpunten in bancaire financiering. Het GB houdt de winsten vooral in om daarmee investeringen in het buitenland te financieren.

Bovengenoemde bevindingen suggereren dat er een aantal onevenwichtigheden ten grondslag ligt aan het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven. Hieruit kunnen enkele beleidsrichtingen, die gericht zijn op het verminderen van deze economische verstoringen, worden gedestilleerd. Deze beleidsrichtingen zijn in deze studie niet uitgebreid onderzocht en dienen daarom nader te worden verkend.

Voor het MKB dienen fiscale prikkels die DGAs aanzetten tot sparen en lenen aan zichzelf nader te worden bekeken en waar nodig aangepast. Recent zijn overigens al enkele aanpassingen gedaan, zoals het afschaffen van het ‘pensioen in eigen beheer’ in 2017 en het beperken van de leningen die DGAs fiscaal voordelig aan zichzelf mogen geven vanaf 2022. Het inperken van de leningen die DGAs aan zichzelf geven hoeft overigens niet te leiden tot een lager *nationaal* spaaroverschot, omdat hiermee tegelijkertijd het spaaroverschot van huishoudens waarschijnlijk wordt vergroot als gevolg van hogere dividenduitkeringen.

Verder suggereert de daling van de AIQ bij het MKB dat er in bepaalde bedrijven ruimte is voor hogere loonstijgingen. Vanwege de conjuncturele krapte op de arbeidsmarkt neemt de AIQ op korte termijn naar verwachting wel wat toe. De AIQ van het MKB dient overigens met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden, omdat een klein deel van de werkenden in het MKB bestaat uit DGAs, die zelf hun eigen loonsom bepalen en waarvoor wettelijke minimumeisen gelden wat betreft de hoogte van het loon onder de gebruikloonregeling. Structureel staat de AIQ overigens al langere tijd onder druk, door gewijzigde

machtsverhoudingen tussen werkgevers en werknemers. Hieraan liggen vooral de toegenomen internationale concurrentie, concentratie van marktmacht bij grote bedrijven, technologische ontwikkelingen en flexibilisering van de arbeidsmarkt ten grondslag (IMF, 2017; Colciago en Mechelli, 2019a en 2019b; DNB, 2018).

Daarnaast is het MKB sinds de crisis meer gaan sparen om een groter deel van hun investeringen te financieren met interne middelen. Dit kan ermee samenhangen dat het MKB sinds de crisis minder afhankelijk wil zijn van bancaire kredietverlening, omdat de beschikbaarheid hiervan tijdens de crisis bleek te dalen. Ook zijn er aanwijzingen voor knelpunten in de markt voor MKB-krediet, zoals de relatief hoge rentes voor MKB-krediet. Hier speelt mogelijk mee dat informatieproblemen in deze markt relatief groot zijn, waardoor het voor banken en nieuwe toetreders lastig kan zijn om goed zicht te krijgen op de kredietwaardigheid en het bedrijfsmodel. De oprichting van een kredietregister zou kunnen helpen om transactiekosten bij kredietverlening te verminderen en daarmee het effectieve kredietaanbod te verbreden (Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, 2019; IMF, 2018; Dubovik et al., 2019; Dell’Ariccia, 2001; Sengupta, 2007; Gianetti, et al., 2010).

Bij het GB hangt het spaaroverschot vooral samen met hogere buitenlandse investeringen, wat niet direct duidt op een onevenwichtigheid. Het spaaroverschot van GB is grotendeels gelokaliseerd bij Nederlandse MNEs en betreft voor een belangrijk deel middelen die al door henzelf zijn geïnvesteerd, zij het in het buitenland. Omdat de buitenlandse investeringen volgens de gangbare statistische conventies niet meetellen met de investeringen die in mindering worden gebracht op de besparingen bij het berekenen van het spaaroverschot, leidt dit tot een hoger spaaroverschot in landen met een sterke aanwezigheid van hoofdkantoren van MNEs. Dat in Nederland relatief veel hoofdkantoren van multinationals zijn gevestigd, hangt deels samen met het aantrekkelijke fiscale klimaat, zoals de deelnemingsvrijstelling en het hoge aantal belastingverdragen. Hierdoor kan dubbele belastingheffing worden voorkomen, waardoor een economische verstoring wordt weggenomen.

Tegelijkertijd kan belastingplanning gebruikt worden om belastingheffing te *ontwijken* (zie SEO, 2013 en Lejour et al., 2019). Zo is het aannemelijk dat financiële stromen tussen dochter- en moederbedrijven van buitenlandse MNEs veelal fiscaal gerelateerd zijn. Dit kan de belastinggrondslag ondermijnen, belastingcompetitie tussen landen in de hand werken (*'race to the bottom'*) en het *level playing field* tussen MKB en GB verstoren door verschillen in lastendruk. Het zou daarom wenselijk zijn om in internationaal verband belastingontwijking in te perken. De afgelopen jaren zijn er verschillende internationale en nationale regels geïmplementeerd ter bestrijding van belastingontwijking. Nader onderzoek is nodig in hoeverre dit gevolgen zal hebben voor het spaaroverschot.

Tot slot laat deze studie zien dat meer gedetailleerde data nodig is om tot adequate beleidsaanbevelingen te komen voor betalingsbalans-onevenwichtigheden van landen. De achterliggende oorzaken van het spaaroverschot en ontwikkelingen door de tijd heen zijn vaak niet goed te duiden op basis van de macrocijfers. Daarom zou het wenselijk zijn als statistische autoriteiten (zoals het CBS en DNB) meer gedetailleerde statistieken publiceren, bijvoorbeeld met uitsplitsingen tussen MKB en GB, tussen verschillende typen GB en tussen verschillende bedrijfstakken. Zulke gedetailleerde statistieken zijn ook nodig in andere landen om een goede internationale vergelijking mogelijk te maken.

Literatuur

Bettendorf, L.J.H., A. Lejour, en M. van 't Riet (2016). Tax bunching by owners of small corporations. *CPB Discussion Paper* 326.

CBS (2017). *Handelsoverschot zonder wederuitvoer 20 miljard lager*. Nieuwsbericht 1 mei 2017.

CBS (2019a). *Nederland Handelsland 2019, export, investeringen en werkgelegenheid*.

CBS (2019b). *2018: eerste handelstekort in aardgas*. Nieuwsbericht 12 maart 2019.

CBS (2019c). *Consumptie blijft achter bij economische groei*. Nieuwsbericht 19-08-2019.

Colciago, A. en R. Mechelli (2019a). Competition and Inequality: Aiyagari meets Bertrand and Cournot. University of Milan Bicocca Department of Economics, Management and Statistics, *Working Paper No. 398*. January 9, 2019.

Colciago, A. en R. Mechelli (2019b). Competition and inequality. *DNB Working Paper*. forthcoming.

DNB (2018). Flexibilisering arbeidsmarkt gaat gepaard met daling arbeidsinkomensquote, *DNBulletin*. 1 februari 2018.

DNB (2019). *Statistisch Nieuwsbericht 'Saldo lopende rekening naar recordhoogte in 2018'*.

DNB (2019). Spaaroverschot zit in toenemende mate bij kleinere bedrijven, *DNBulletin*. 24 april 2019.

Dell'Ariccia (2001), Asymmetric information and the structure of the banking industry. *European Economic Review*. 10, pp. 1957–1980.

Dubovik, A., F. va Solinge, en K. van der Wiel (2019). Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief. *CPB Policy Brief juni 2019*.

Financial Stability Board (2019). *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on small and medium-sized enterprise (SME) financing*. 29 November 2019.

Giannetti, Jentzsch & Spagnolo (2010), Information-Sharing and Cross-Border Entry in European Banking, *Research Report*. 11, European Credit Research Institute.

Geest, L. van (2019). Dga's: rationeel en gevoelig tegelijk, *Het Register*. februari 2019, nummer 1.

IMF (2017). *World Economic Outlook April 2017*. Chapter 3. Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares.

IMF (2018). *Article IV consultation Kingdom of the Netherlands*.

IMF (2019). *External sector report 2019: the dynamics of external adjustment* July 2019.

Jansen, C. en M. Ligthart (2014). Spaaroverschot niet financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen. *CPB Achtergronddocument*. 28 augustus 2014.

Korndewal, E. (2018). Lopende-rekeningoverschot vertekend door winsten. Statistiek, *Economisch Statistische Berichten*. Jaargang 103 (4757) 18 januari 2018, p.46.

Lejour, A., M. van 't Riet en T. Benschop (2019). Dutch Shell Companies and International Tax Planning. *CPB Discussion Paper*. June 2019.

Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (2019). *Beleidsvisie mkb-financieringsmarkt*. Brief van de staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal Den Haag, 5 november 2019.

Ministerie van Financiën (2014). Kamerbrief van staatssecretaris Wiebes van Financiën aan de Tweede Kamer in 2014 (nr. DB/2014/208m).

Ministerie van Financiën (2019). *Memorie van toelichting van staatssecretaris Snel van Financiën bij de Wet excessief lenen bij eigen vennootschap*.

Nederlands Comité voor Ondernemerschap (2019). *Investeren in groeivermogen: Jaarbericht Staat van het MKB 2019*.

Riet, M. van 't, en A. Lejour (2014). Ranking the Stars: A network analysis of bilateral tax treaties. *CPB Discussion Paper* 290.

Rojas-Romagosa en Van der Horst (2014). Causes and policy implications of the Dutch current account surplus. *CPB Policy Brief* 2015/5.

Sengupta (2007), Foreign entry and bank competition, *Journal of Financial Economics*. 2, pp. 502–528.

SEO (2013). *Uit de schaduw van het bankwezen: feiten en cijfers over bijzondere financiële instellingen en het schaduwbankwezen*. SEO-rapport 2013/31.

Suyker, W. en S. Wagteveld (2019). A fresh look at the Dutch current account surplus and its driving forces. *CPB Background document*. september 2019.

Appendix: werkwijze en gevoeligheidsanalyse

In deze Occasional Study wordt het spaaroverschot van niet-financiële vennootschappen (NFV) uitgesplitst naar MKB en GB. De uitsplitsing geschiedt door het combineren van diverse bronnen van het CBS en van DNB: de Nationale Rekeningen (NR), een maatwerktabel over de rol van multinationals in de Nederlandse economie³¹, de tabel kapitaalgoederenvoorraad, de Statistiek Financiën Ondernemingen (zowel gepubliceerde macrocijfers als microcijfers, SFO) en tot slot de microstatistiek van de betalingsbalans (gemaakt door DNB). Deze appendix beschrijft de werkwijze uit deze studie en bespreekt het effect van verschillende aannames op de verdeling van het spaaroverschot van NFV naar MKB en GB.

Deze appendix is als volgt opgebouwd. Het eerste deel gaat in op de gevolgde werkwijze, te beginnen met de rol van de SFO en de verschillen daarvan met de NR. Beschreven wordt hoe de maatwerktabel is gebruikt om het bruto-exploitatatieoverschot uit te splitsen naar MKB en GB. Hetzelfde wordt gedaan voor de afschrijvingen en investeringen op basis van de tabel kapitaalgoederenvoorraad. Vervolgens gaan we in op de primaire en secundaire inkomens (saldo rente en overige financiële inkomsten, resultaat deelnemingen, belastingen en uitgekeerd dividend) uit de SFO. In het tweede deel wordt ingegaan op de gevoeligheid van verschillende aannames op de verdeling van het spaaroverschot van NFV naar MKB en GB.

A1. Werkwijze

Verschillen tussen NR en SFO

De SFO bevat in beginsel alle variabelen die nodig zijn om het spaaroverschot af te leiden³². Echter, het van de SFO afgeleide spaaroverschot is een stuk lager dan die in de NR. Tabel 1 toont een decompositie van het spaaroverschot van NFV volgens de NR en de SFO. In belangrijke mate wordt het lagere spaaroverschot

³¹ Meer specifiek betreft dit de tabellen-set "Direct economisch belang multinationals". <https://www.cbs.nl/nl-nl/maatwerk/2018/41/multinationals-en-niet-multinationals-2010-2016>

³² Met uitzondering van de investeringen. Deze kunnen benaderd worden door de mutatie van de kapitaalgoedervoorraad.

veroorzaakt door een hoger bruto-exploitatieoverschot in de NR, al wordt dit enigszins gedempt doordat de afschrijvingen in de NR hoger zijn. Daarnaast zijn er grote verschillen zichtbaar bij het resultaat deelnemingen en het uitgekeerde dividend.

Tabel 1. Decompositie spaaroverschot volgens NR en SFO

Gemiddelde periode 2001-2017

	NR	SFO
bruto-exploitatieoverschot	141.060	93.323
afschrijvingen	-54.129	-35.325
saldo rente en overige financiële inkomsten	-10.383	-10.038
resultaat deelnemingen	43.134	30.559
toegekende ingehouden winsten (inkomend)	523	0
belastingen, subsidies en overdrachten	-13.529	-11.886
uitgekeerd dividend	-52.563	-39.559
toegekende ingehouden winsten (uitgaand)	-9.156	0
netto-investeringen en kapitaaloverdrachten	-8.347	-10.970
Spaaroverschot	36.611	16.606

De verschillen zijn deels conceptueel van aard en komen deels doordat het CBS meerdere bronnen gebruikt bij het samenstellen van de NR. Bovendien bevat de SFO geen cijfers van de bedrijfstak verhuur en handel van onroerend goed noch van de zorg. Op de bedrijven in deze bedrijfstak na, is de dekking van bedrijven in de SFO in termen van volume bijna volledig. Tot slot bevat de SFO geen investeringsreeks. Deze is in bovenstaande cijfers geschat door middel van veranderingen in de kapitaalgoederenvoorraad van bedrijven. Nadeel hiervan is dat deze verandering niet alleen het gevolg kunnen zijn van investeringen, maar ook van herwaarderingen. Om tot een uitsplitsing van het spaaroverschot te komen die aansluit bij de NR, volgen we de NR in de keuze van bronnen voor de verschillende componenten van het spaaroverschot.

Uitsplitsing bruto-exploitatieoverschot o.b.v. maatwerktabel

Startpunt in deze exercitie is het bruto-exploitatieoverschot. In de NR wordt dit saldo gebaseerd op de zogenaamde Productie Statistieken. Deze wijken substantieel af van de SFO (zie Tabel 1). In de maatwerktabel "Direct economisch

belang van multinationals” publiceert het CBS voor de periode 2010-2016 een uitsplitsing van NR-cijfers voor de toegevoegde waarde, de loonsom en het bruto-exploitatieoverschot naar zowel bedrijfstakken als zes typen ondernemingen. De tabel onderscheidt de volgende categorieën ondernemingen: niet-multinationals zelfstandig MKB, niet-multinationals GB, Nederlandse multinationals zelfstandig MKB, Nederlandse multinationals GB, buitenlandse multinationals en overige.

Deze categorieën kunnen echter om twee redenen niet direct gebruikt worden om het bruto-exploitatieoverschot uit te splitsen naar MKB en GB. Ten eerste hebben de cijfers uit de maatwerktabel betrekking op alle bedrijven in Nederland, dus ook bedrijven die in de NR niet tot de sector NFV gerekend worden, maar bijvoorbeeld tot de sector huishoudens. Dit is het geval als de rechtsvorm van een bedrijf een ‘natuurlijk persoon’ betreft. De cijfers uit de maatwerktabel moeten daarom verminderd worden met de bijdrage van bedrijven die niet tot de sector NFV behoren. Ten tweede zitten er bedrijven in de categorie “overig” die wel behoren tot de sector NFV. Deze bedrijven moeten verdeeld worden over de vijf andere categorieën. Aan de hand van de ‘duale classificatie’ uit de NR kan de maatwerktabel gecorrigeerd worden voor beide effecten, zodat het deel dat tot de NFV behoort, kan worden benaderd. Deze tabel bevat een uitsplitsing van de bruto toegevoegde waarde en de loonsom naar bedrijfstakken en sectoren. Ondanks dat een dergelijke tabel voor het bruto-exploitatieoverschot niet door het CBS wordt gepubliceerd, kan alsnog een redelijke inschatting gemaakt worden van het bruto-exploitatieoverschot door de gecorrigeerde cijfers van de bruto toegevoegde waarde te verminderen met de gecorrigeerde cijfers van de loonsom.³³ We baseren ons op de meest recente duale classificatie (2018) waardoor we aansluiten bij de na-revisie verdeling.³⁴ Bij het corrigeren van de cijfers uit de maatwerktabel zijn de volgende veronderstellingen gemaakt:

³³ Bij benadering is dit gelijk aan het bruto-exploitatieoverschot. Alleen de NR-post “belastingen en subsidies op productie en invoer” zit hier nog tussen. Dit is een relatief kleine post.

³⁴ In de revisie (basisjaar 2015) is bijvoorbeeld 9 miljard bruto toegevoegde waarde overgeboekt van NFV naar huishoudens.

- We veronderstellen dat alle bedrijven die (in de NR) behoren tot de sector huishoudens zitten in de categorie “niet-multinationals ZMKB”. Het is namelijk niet plausibel dat een bedrijf met de rechtsvorm “natuurlijk persoon” een GB is.³⁵ Ook is het onwaarschijnlijk dat een bedrijf met de rechtsvorm “natuurlijk persoon” belangen in het buitenland heeft. Het deel in de maatwerktabel dat toebehoort aan de sector huishoudens wordt daarom in mindering gebracht op de categorie “niet-multinationals ZMKB”.
- Een vergelijkbare aanname is gemaakt voor bedrijven die behoren tot de sector overheid. Voor dit deel is verondersteld dat dit geen bedrijven zijn met buitenlandse belangen en dat dit deel volledig bestaat uit GB. Daarmee wordt het overheidsdeel in mindering gebracht op de categorie “niet-multinationals GB”.³⁶
- Na correctie van het NFV-deel in de categorie “overig” van de maatwerktabel veronderstellen we dat dit niet-multinationals betreffen. De bedrijfstakken die het CBS in de categorie “overig” heeft geplaatst zijn van nature namelijk geen bedrijven met grote buitenlandse belangen. Zo is het onwaarschijnlijk dat bedrijven in de landbouw, het onderwijs of in de gezondheidszorg buitenlandse belangen hebben. Het deel van “overig” dat op basis van de duale classificatie wordt toegerekend aan de sector NFV kan dus worden verdeeld over “niet-multinationals ZMKB” en “niet-multinationals GB”. Voor de verdeling tussen MKB en GB maken we gebruik van de verdeling uit de SFO op het niveau van de bedrijfstakken. Dit kan alleen niet voor de bedrijfstak verhuur en handel van onroerend goed, omdat de SFO geen informatie bevat over deze

³⁵ Een bedrijf wordt in de maatwerktabel geclassificeerd als GB als het bedrijf meer dan 250 werkzame personen in Nederland in dienst heeft.

³⁶ Deze aanname is minder goed te verdedigen ten opzichte van de aanname over huishoudens. Het overheidsdeel is echter relatief klein. Het leeuwendeel van de bruto toegevoegde waarde van de sector overheid zit in de bedrijfstak *overheid* en *onderwijs*. Deze bedrijfstakken zijn door het CBS geplaatst in de categorie “overig”. Hierdoor hebben we weinig last van het overheidsdeel in de maatwerktabel.

bedrijfstak. Voor de onroerendgoedsector maken we daarom gebruik van de bestaande verdeling over MKB en GB uit de maatwerktabel.^{37, 38}

Na bovenstaande correctie kan het bruto-exploitatieoverschot conform NR uitgesplitst worden naar MKB en GB. Omdat het totaal van het gecorrigeerde bruto-exploitatieoverschot niet exact aansluit bij de NR voor NFV, gebruiken we de verhouding tussen MKB en GB in de gecorrigeerde maatwerktabel om de volledige bijdrage van MKB en GB aan het NR-totaal te berekenen.³⁹

Tot slot hebben we een aanvullende stap nodig voor de jaren waarvoor geen maatwerktabellen beschikbaar zijn. Voor deze jaren gebruiken we de gemiddelde verhouding tussen het bruto-exploitatieoverschot van MKB en GB conform de gecorrigeerde maatwerktabel ten opzichte van de SFO over de jaren 2010-2016 als verdeelsleutel. Aan de hand hiervan vertalen we voor de overige tijdreeks de SFO cijfers naar een schatting conform de definitie van de maatwerktabellen. Zodoende construeren we een tijdreeks voor de periode 2000-2017. Voor het aandeel van het MKB in het jaar 2000 wordt bijvoorbeeld het gemiddelde aandeel uit de maatwerktabel van het MKB vermenigvuldigd met het ratio van het aandeel van het MKB in 2000 uit de SFO en het gemiddelde aandeel van het MKB over de periode 2010-2016 uit de SFO.⁴⁰

Uitsplitsing investeringen en afschrijvingen

Voor de uitsplitsing van de afschrijvingen naar MKB en GB maken we gebruik van de tabel 'kapitaalgoederenvoorraad'. Deze tabel bevat de omvang van de vaste activa en de afschrijvingen en investeringen, uitgesplitst naar activumtype en naar bedrijfstak. Daarnaast bevat de tabel de uitsplitsing naar goederengroep en economische sector (waaronder NFV). De tabel bevat echter niet de voor ons doel benodigde uitsplitsing naar economische sector en bedrijfstak. De bijdrage van NFV per bedrijfstak hebben we benaderd door per goederengroep en

³⁷ De onroerendgoedsector is de enige bedrijfstak in de maatwerktabel die het CBS heeft verdeeld over alle 6 de categorieën. Voor de andere bedrijfstakken geldt dat de bedrijfstak of verdeeld is over de eerste vijf categorieën of in zijn geheel is geplaatst in de categorie "overig".

³⁸ Hieruit blijkt dat 95% van het bruto-exploitatieoverschot van de onroerendgoedsector behoort tot het MKB. De gevolgen voor de verdeling MKB en GB van het spaaroverschot worden getest in het derde deel van deze nota.

³⁹ De aandelen voor MKB en GB uit de gecorrigeerde maatwerktabel worden vermenigvuldigd met het NR-cijfers van het bruto-exploitatieoverschot.

⁴⁰ Dit hebben we ook gedaan voor de bruto toegevoegde waarde zodat de cijfers voor zowel MKB als GB ook uitgedrukt kunnen worden als percentage van hun eigen bruto toegevoegde waarde.

bedrijfstak de bijdrage van NFV te schatten met behulp van het aandeel van NFV's in het exploitatieresultaat per bedrijfstaken vervolgens het totaal per goederengroep te vergelijken met de gepubliceerde uitsplitsing van de sector NFV naar goederengroep. Voor de meeste goederengroepen blijkt dit verschil klein. Vooral voor woningen en bedrijfspanden resulteren grote verschillen: hier blijkt de verdeling van de kapitaalgoederenvoorraad niet vergelijkbaar met die van het exploitatieresultaat. Hiervoor zijn correcties geboekt. Om exact aan te sluiten bij de NR zijn de aldus verkregen cijfers evenredig opgehoogd tot het NR-totaal.

Uitsplitsing primaire en secundaire inkomens o.b.v. SFO

Voor de uitsplitsing van de resterende componenten van het spaaroverschot maken we gebruik van de SFO – omdat de maatwerktabel geen informatie bevat over deze componenten. Hierbij gaat het om het saldo rente en overige financiële inkomsten, resultaat deelnemingen, belastingen, uitgekeerd dividend en netto-investeringen. Vooral het resultaat uit deelnemingen en de uitgaande inkomens naar de aandeelhouders wijkt in de NR af van de SFO. Deels komt dit voort uit conceptuele verschillen. In het bijzonder het boeken van ingehouden winsten van directe investeringsrelaties in de NR, naast de – in de vorm van dividend – uitgekeerde inkomens. Een tweede oorzaak betreft populatieverschillen. Naast het ontbreken van de onroerend goed sector in de SFO, betreft dit een groep entiteiten die in de revisie (2015) is verschoven van de financiële sector naar de sector NFV. Het betreft dochters van buitenlandse MNE die in Nederland zeer beperkte niet-financiële activiteiten combineren met een functie als holdingmaatschappij. Deze wijziging heeft er in de NR voor gezorgd dat componenten resultaat deelnemingen, ontvangen toegekende ingehouden winsten, uitgekeerd dividend en uitgaande toegekende ingehouden winsten voor de sector NFV fors zijn toegenomen. In de SFO zien we dit niet terug omdat het CBS het verleden van de SFO niet aanpast voor revisies. Cijfers van deze entiteiten zijn wel beschikbaar bij DNB, die deze entiteiten waarnam ten behoeve van de macro-economische statistieken van de financiële sector. Een reden hiervoor is dat bij de laatste revisie van de NR er een verschuiving heeft plaatsgevonden van de sector financiële instellingen naar de sector NFV.

Dit zijn bedrijven die niet-financiële activiteiten combineren met een functie als holdingmaatschappij, en die wel een aantal werknemers in Nederland hebben en om die reden zijn overgeheveld naar de NFV-sector.

Verdeling MKB versus GB

De SFO bevat geen cijfers van de onroerendgoedsector, terwijl het gros van het bruto-exploitatietooverschot van de onroerendgoedsector wordt behaald door het MKB. Dit betekent dat de onroerendgoedsector wel in het bruto-exploitatietooverschot van het MKB zit via de maatwerktabel, maar dat deze sector ontbreekt in de primaire en secundaire inkomens van het MKB, zoals de belastingen en het uitgekeerd dividend. Hiertoe hebben we deze posten opgehoogd aan de hand van het aandeel van de sector onroerend goed in het exploitatiesaldo. Vervolgens zijn de inkomenscijfers voor MKB en GB evenredig opgehoogd tot het NR totaal.

Tabel 2 toont de decompositie van het spaaroverschot voor het basisscenario. Het aandeel van het MKB over de periode 2000-2017 bedroeg 36% en dat van het GB 64%.

Tabel 2. Uitsplitsing spaaroverschot naar MKB en GB

Gemiddelde periode 2000-2017

	MKB	GB
bruto-exploitatietooverschot	47.984	90.559
afschrijvingen	-19.749	-33.436
saldo rente en overige financiële inkomsten	-3.315	-6.723
resultaat deelnemingen	1.109	40.229
toegekende ingehouden winsten (inkomend)	0	104
belastingen, subsidies en overdrachten	-5.098	-8.487
uitgekeerd dividend	-5.838	-45.053
toegekende ingehouden winsten (uitgaand)	0	-8.296
netto-investeringen en kapitaaloverdrachten	-2.278	-6.177
Spaaroverschot	12.815	22.721
Aandeel (%)	36%	64%

Verdeling GB

Voor de meeste posten is de aansluiting met de NR gerealiseerd door een evenredige ophoging op basis van de SFO cijfers.

De ontvangen en uitgaande inkomens uit deelnemingen van het Nederlands grootbedrijf en het buitenlands grootbedrijf worden allereerst bepaald door de genoemde ‘mengvormen’ op te tellen bij de SFO cijfers. Vervolgens wordt het resterende verschil met de NR bepaald aan de hand van de volgende NR-principes:

- De uitgaande ingehouden winsten van Nederlandse MNE zijn in beginsel nul, er is immers geen buitenlandse moeder. Dit impliceert dat de uitgaande inhouden winsten in de NR volledig voor rekening van de buitenlandse MNEs komen.
- De besparingen van buitenlandse MNEs zijn in beginsel gelijk aan nul. Eventuele besparingen komen in de vorm van uitgaande ingehouden winst toe aan de buitenlandse moeder.⁴¹ De ingehouden winst kan derhalve bepaald worden als de sluitpost die de besparingen naar nul brengt.

A2. Gevoeligheidsanalyse: effect van aannames op verdeling spaaroverschot naar MKB en GB

Zoals hierboven beschreven, hebben we bij het combineren van de diverse bronnen verschillende aannames moeten maken. Om de robuustheid van de uitkomsten te toetsen hebben we het effect van diverse alternatieve veronderstellingen getoetst op de verdeling van het spaaroverschot tussen MKB en GB. Deze alternatieve veronderstellingen gaan met name over de winstuitkering van de onroerendgoedsector en over de toedeling van het de primaire inkomens.⁴²

Ophogen van inkomens MKB voor onroerendgoedsector

In de basisvariant hogen we de primaire inkomens van het MKB op voor de in de SFO ontbrekende onroerendgoedsector aan de hand van het exploitatiesaldo. In de gevoeligheidsanalyse berekenen we de impact van twee uitersten: (i) de

⁴¹ Uitzondering zijn eenheden die in de ondernemingsstructuur onder een Nederlandse holdingmaatschappij hangen. Hiervoor geldt dat de gezamenlijke besparingen gelijk aan nul zijn. De besparingen van de NFV worden gecompenseerd door negatieve besparingen van de holding. De omvang van deze besparingen wordt door DNB gepubliceerd.

⁴² Een uitgebreidere verantwoording en beschrijving van de resultaten is opvraagbaar bij de auteurs.

onroerendgoedsector houdt de winst volledig in, of (ii) de winst wordt volledig uitgekeerd.

Toedeling primaire inkomens tussen MKB en GB

Het resultaat uit deelnemingen en de ingehouden winsten in de NR wijken sterk af van die in de SFO. In het basisscenario delen we het verschil toe aan het GB en het MKB aan de hand van de verdeling in de SFO. Hierdoor wordt dit verschil met de NR grotendeels toegerekend aan het GB. In de gevoeligheidsanalyse berekenen we de effecten van alternatieve toedelingen: het verschil tussen NR en SFO wordt volledig toegerekend aan het MKB (SGFO is leidend), enkel de ontvangen inkomens worden toegerekend aan het MKB, of enkel de betaalde inkomens worden toegerekend aan het MKB.

Tabel 3 toont de uitkomsten van verschillende varianten. Hieruit volgt dat het aandeel van het MKB onder de genoemde alternatieve uitgangspunten minimaal 28% en maximaal 53% bedraagt. Ook onder extreme aannames blijkt de conclusie dat het spaaroverschot de laatste twee decennia bij zowel het MKB als het GB is gelokaliseerd derhalve robuust.

Tabel 3. Impact alternatieve veronderstellingen op verdeling spaaroverschot tussen MKB en GB

Gemiddelde periode 2000-2017

	MKB	GB
Basismodel	36%	64%
i. Volledige winstinhouding onroerendgoedsector	48%	52%
ii. Volledige winstuitkering onroerendgoedsector	28%	87%
iii. SFGO leidend (verschil NR-SFO toegerekend aan MKB)	53%	47%
iv. Volledige winstinhouding extra winst GB	35%	65%
v. Volledige winstuitkering extra winst GB	53%	47%