

Europese Commissie

Directoraat-generaal Economische en financiële zaken

Macro-economische onevenwichtigheden – Nederland 2014

Dit verslag is opgesteld door het Directoraat-generaal Economische en financiële zaken onder leiding van Servaas Deroose, adjunct-directeur-generaal, en Peter Weiss en Anne Bucher, directeuren.

De grootste bijdragen werden geleverd door Ronald Albers, Windy Vandevyvere en Andreas Zenthöfer. Verder hebben Abdessalam Es-Saghir en Stefan Zeugner hun medewerking verleend.

Opmerkingen over het verslag zijn welkom, en dienen te worden gezonden aan:

Elena Reitano
Europese Commissie
DG ECFIN, Eenheid F3
B-1049 Brussel
e-mail: Elena.Reitano@ec.europa.eu

De afsluitingsdatum voor dit verslag is 25 februari 2014.

Resultaten van diepgaande evaluaties op grond van Verordening (EU) nr. 1176/2011 betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden

Nederland blijft *macro-economische onevenwichtigheden ondervinden die monitoring en beleidsactie vereisen*. Met name bepaalde macro-economische ontwikkelingen ten aanzien van de private schuld en de aan de gang zijnde deleveraging, gekoppeld aan resterende inefficiënties op de huizenmarkt verdienen aandacht. Hoewel aan het grote overschot op de lopende rekening geen risico's verbonden zijn die vergelijkbaar zijn met de risico's die met grote tekorten samenhangen, en het grote overschot deels verband houdt met de noodzaak van deleveraging, zal de Commissie de ontwikkelingen van de lopende rekening in Nederland in de context van het Europees semester volgen.

Meer specifiek hebben rigiditeiten en vervormde prikkels zich gedurende decennia opgebouwd om de huizenfinancierings- en sectorale besparingenpatronen te bepalen. De balansen van de financiële instellingen geraakten in hoge mate ingesteld op woningfinanciering, terwijl de huishoudens een hefboom op het woningvermogen hebben gezet. Parallel hieraan was er bij de niet-financiële ondernemingen vanaf het midden van de jaren negentig een structureel besparingenoverschot. Daardoor is een substantieel en langdurig overschot op de lopende rekening ontstaan dat hand in hand ging met een hoog niveau van zowel de brutoschuld van de huishoudens als de nettoactiva van de huishoudens. De laatste jaren heeft de getemperde binnenlandse vraag in het zog van de mondiale crisis het externe overschot verder omhoog gejaagd. De voorbije jaren is hierin verbetering opgetreden met de implementatie van beleid om de hypotheekfinanciering te beteugelen. De deleveraging zal op de economische activiteit blijven wegen, maar een stabiliserende huizenmarkt en een significant positieve netto activapositie van de huishoudens beperken de risico's. Wat de publieke financiën betreft zal Nederland naar verwachting zijn nominale tekortdoelstelling missen in 2014, het jaar waarin het buitensporig tekort zou moeten zijn gecorrigeerd, hoewel het naar verwachting in 2013-2014 de structurele maatregelen van de aanbevolen omvang zal hebben aangenomen.

COM(2014) 150 final van 5.3.2014

Samenvatting en conclusies	9
1. Inleiding	13
2. Macro-economische ontwikkelingen	15
2.1. De macro-economische situatie in perspectief	15
2.2. Vooruitzichten op korte termijn	17
2.3. Langetermijneffecten van bepaalde hervormingen	20
3. Onevenwichtigheden en risico's	23
3.1. Lopende rekening	23
3.1.1. Handelsbetrekkingen	25
3.1.2. Binnenlandse besparingen en investeringen	28
3.2. Ontwikkelingen op de woningmarkt en schuld van de huishoudens	38
4. Specifieke thema's	42
4.1. Schuld van de huishoudens	42
4.2. De financiële sector	47
4.2.1. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen	47
4.2.2. Banken	49
5. Beleidstaken	53
Referenties	59

LIJST VAN TABELLEN

2.1. Belangrijkste economische, financiële en sociale indicatoren - Nederland	22
3.1. Woning- en hypotheekmarkten: belangrijkste indicatoren	38

LIJST VAN GRAFIEKEN

2.1. Ontwikkeling van het indexcijfer van de huizenprijzen en MFI-leningen voor de aanschaf van een woning	16
2.2. Decompositie van de kredietstromen (geconsolideerd)	18
2.3. Conjunctuurgezuiverde lopende rekening	19
2.4. Arbeidsmarktontwikkelingen (uitgedrukt in procenten)	20
2.5. Indicatoren voor armoede en uitsluiting (uitgedrukt in procenten)	20

2.6.	Particuliere schuld als % van het bbp (scenario)	21
3.1.	Decompositie van de externe positie (lopende rekening en kapitaalrekening)	23
3.2.	Lopende rekening, bruto componenten	23
3.3.	Uitvoer per brede economische categorie	24
3.4.	Invoer per brede economische categorie	25
3.5.	Invoer van goederen (marktaandeel)	25
3.6.	Uitvoer van goederen (marktaandeel)	25
3.7.	Uitvoer van diensten (marktaandeel)	26
3.8.	Invoer van diensten (marktaandeel)	26
3.9.	Marktaandeel van de uitvoer - bijdrage	26
3.10.	Indicatoren voor prijs- en kostenconcurrentie - Deflator: HICP	27
3.11.	Indicatoren voor prijs- en kostenconcurrentie - Deflator: nominale arbeidskosten per eenheid product voor de totale economie	27
3.12.	Indicatoren voor prijs- en kostenconcurrentie - Deflator: nominale arbeidskosten per eenheid product voor de be- en verwerkende industrie	27
3.13.	Indicatoren voor prijs- en kostenconcurrentie - Deflator: bbp, marktprijzen	27
3.14.	Decompositie van het veranderingspercentage van de arbeidskosten per eenheid in (EZ/EU)	28
3.15.	Besparingen en investeringen per sector	28
3.16.	Nettofinancieringspositie van huishoudens (in % van het bbp)	29
3.17.	Nettofinancieringspositie van niet-financiële vennootschappen (in % van het bbp)	29
3.18.	Balans, niet-financiële vennootschappen	30
3.19.	Bruto-investeringen naar type	30
3.20.	Winstmarges van niet-financiële vennootschappen	30
3.21.	Aandeel van het arbeidsinkomen	31
3.22.	Variatiecoëfficiënt van het gemiddelde uurloon voor de verschillende sectoren	32
3.23.	Variatiecoëfficiënt van het gemiddelde uurloon voor de verschillende subsectoren	33
3.24.	Variatiecoëfficiënt van de cao's tussen de subsectoren	33
3.25.	Gemiddelde jaarlijkse stijging van de bruto toegevoegde waarde, het netto-exploitatietooverschot en de gemiddelde jaarlijkse loonstijging voor de cao's in de belangrijkste sectoren (gemiddeld over 2001–2013)	33
3.26.	Gemiddelde jaarlijkse stijging van de bruto toegevoegde waarde, het netto-exploitatietooverschot en de gemiddelde jaarlijkse loonstijging voor de cao's (industrie)	34
3.27.	In cao's overeengekomen loonstijgingen	35
3.28.	Economische groei, nominale loonkosten per eenheid product en bijdrage van incidentele cao-betalingen	35
3.29.	Arbeidsmobiliteit in wetenschap en technologie (2012)	35
3.30.	Waarderingseffecten	37
3.31.	Bruto waarderingseffecten (activa)	37
3.32.	Bruto waarderingseffecten (passiva)	37
3.33.	NIIP per sector	37
3.34.	Decompositie van de j-o-j-mutatie van de schuldquote (huishoudens)	38

3.35.	Totaal indexcijfer hypotheek en huizenprijzen	40
4.1.	Bijdrage per sector aan het externe netto vorderingenoverschot/-tekort van Nederland (in miljoen euro)	42
4.2.	Balans per instrument, huishoudens	43
4.3.	Percentage huishoudens met schuld	43
4.4.	Samenstelling reële activa	44
4.5.	Samenstelling financiële activa	44
4.6.	Financiële vermogenspositie huishoudens (in % van het bbp, eind 2010)	44
4.7.	Indicatoren financiële belasting huishoudens	45
4.8.	Rentelast huishoudens	45
4.9.	Mediaan schuldendienst/inkomen, alle huishoudens met schulden	45
4.10.	Negatief huizenvermogen voornamelijk bij jongere gezinnen	46
4.11.	Rentelasten per leeftijdscategorie (% inkomen huizenbezitters op 1/1/2011)	46
4.12.	Verhouding schuld/inkomen, alle huishoudens met schulden	46
4.13.	Cumulatieve verdeling van rentevaste periode en resterende rentevaste periode in jaren (% van totaal aantal hypotheek)	46
4.14.	Probleemleningen	47
4.15.	Balans pensioenfondsen (in miljard euro)	47
4.16.	Balans verzekeringsmaatschappijen (in miljard euro)	47
4.17.	Balans, financiële vennootschappen	49
4.18.	Ontwikkeling van het depositofinancieringsgat (in miljard euro)	50
4.19.	Spaartegoeden, hypotheekschulden en gesecuritiseerde hypotheek sinds 1970 (in miljard euro)	50

LIJST VAN TEKSTKADERS

3.1.	Maatregelen betreffende de woningmarkt	39
4.1.	De Nationale Hypotheekinstelling	51
5.1.	Een norm voor de lopende rekening	55

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

In april 2013 heeft de Commissie vastgesteld dat Nederland met macro-economische onevenwichtigheden kampte, vooral wat de ontwikkelingen betreft op het gebied van het overschot op de lopende rekening, de externe concurrentiepositie en de openbare en particuliere schuld. In het Waarschuwingmechanismeverslag dat op 13 november 2013 werd gepubliceerd, gaf de Commissie aan dat zij het, mede tegen de achtergrond van de in april geconstateerde onevenwichtigheden, zinvol achtte om verder te onderzoeken of deze onevenwichtigheden nog voortduurden, of dat zij in positieve zin evolueerden. Tegen die achtergrond is in de voorliggende diepgaande evaluatie ("In-Depth Review" - IDR) een analyse van de Nederlandse economie verricht in het kader van het toezicht op macro-economische onevenwichtigheden en de daarvoor ontwikkelde procedure. Hieronder volgt een samenvatting van de voornaamste waarnemingen en bevindingen.

- **Nederland heeft al meer dan drie decennia lang onafgebroken een overschot op de lopende rekening.** In de loop der tijd zijn er steeds meer starheden ontstaan en beleidsprikkelers tot ontwikkeling gekomen die hun stempel hebben gedrukt op de woningfinancierings-, de sectorale besparings- en de schuldpatronen. De huishoudens gingen steeds meer schulden aan voor een eigen woning terwijl hun niet voor pensioendoeleinden geormerkte binnenlandse besparingen terugliepen. Het beschikbare inkomen van de huishoudens liet slechts een betrekkelijk beperkte stijging zien, mede als gevolg van een verhoging van socialezekerheidsbijdragen, belastingen en pensioenpremies, en kwam in de nasleep van de crisis onder druk te staan. De besparingen van de huishoudens zijn sinds het midden van de jaren negentig scherp gedaald. Bij de niet-financiële vennootschappen was er vanaf het midden van de jaren negentig juist sprake van een structureel en omvangrijk besparingsoverschot. Mede daardoor is een fors, langdurig overschot op de lopende rekening ontstaan dat gepaard gaat met zowel een hoge brutoschuld als omvangrijke brutobezittingen van de huishoudens. De internationale netto-investeringspositie is verbeterd, mede op grond van waarderingseffecten die zich in de nasleep van de crisis hebben doen gelden.
- **Aan het Nederlandse overschot op de lopende rekening ligt een combinatie van conjuncturele factoren ten grondslag, evenals structurele determinanten van spaar- en investeringsaldo's in de verschillende sectoren.** De netto energie-uitvoer heeft een positieve invloed op het saldo op de lopende rekening, voornamelijk dankzij de uitvoer van aardgas. Ook internationale kapitaalstromen, mede in verband met de activiteiten van multinationale ondernemingen, en statistische discrepanties bij de meting van grensoverschrijdende stromen lijken een bijdrage te leveren aan het structurele overschot. In de afgelopen jaren is het overschot gestegen door een combinatie van zwakke economische activiteit en druk om de bestaande schuld af te bouwen.
- **Het concurrentievermogen en de uitvoerprestaties van de Nederlandse economie blijken al met al redelijk solide.** Het verlies aan mondiaal marktaandeel inzake de uitvoer van goederen en diensten is in vergelijking met de meeste andere volwassen West-Europese economieën binnen de perken gebleven. Dit verlies lijkt niet te wijten te zijn aan een ongunstige ontwikkeling van de binnenlandse prijzen en kosten, aangezien de indicatoren daarvoor in min of meer hetzelfde tempo zijn gestegen als bij de voornaamste handelspartners van het land, en de reële effectieve wisselkoers geen bijzondere trend heeft vertoond.
- **Op grond van de financieringspatronen van de Nederlandse vorderingen (activa) en verplichtingen (passiva) is de Nederlandse economie gevoelig geworden voor ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten.** Op geaggregeerd niveau vertonen de financiële stromen gelijktijdig een grote kapitaaluitstroom en een omvangrijke nettoschuld aan het buitenland, met een ongelijke verdeling over de verschillende sectoren. Daardoor is de balans van een aantal sectoren in de economie gevoeliger geworden voor verschuivingen tussen verschillende beleggingen en een vlucht naar kwaliteit. Op de balansen van de binnenlandse banken is het zwaartepunt op hypotheekleningen komen te liggen. Hierdoor, en door het feit dat de besparingen van huishoudens slechts in relatief beperkte mate naar deposito's vloeien, kampen de banken met een aanzienlijk financieringsgat.

• **Ondanks verzachtende omstandigheden vraagt de hoge schulddlast van de particuliere sector, en met name van de huishoudens, om aandacht.** Langdurige fiscale prikkels en ontwikkelingen in de financiële sector hebben ertoe geleid dat huishoudens hoge hypotheekschulden zijn aangegaan, en zij hebben tevens een bijzonder grote invloed gehad op de huizenprijzen. Recente aanpassingen van de woningmarkt, evenals beleids- en toezichtsmaatregelen om de prikkel tot het aangaan van hypotheekschulden te verminderen en de loan to value-ratio te verlagen, moeten uiteindelijk de woninggerelateerde schuldquote en de hefboomratio omlaag brengen. Het zal echter lang duren voordat deze aanpassingen doorwerken. De grote brutoschuld van de huishoudens blijft een bron van kwetsbaarheid en impliceert dat er op korte termijn een voortdurende druk zal bestaan om deze schuld af te bouwen. Hier staat wel tegenover dat de nettobezittingen van de huishoudens in vrijwel gelijke mate zijn toegenomen. De substantiële financiële buffers waarover de vennootschappen beschikken, bieden eveneens bescherming.

• **De schuldenopbouw door de huishoudens brengt risico's mee voor zowel hypotheekgevers als hypotheeknemers.** Door de financieringstrends is de Nederlandse economie, en met name het segment huishoudens met schulden, gevoeliger geworden voor negatieve schokken, zoals een daling van de huizenprijzen, een zwakke economische groei of een reële-renteschok. De financiële instellingen zijn nog bezig om zich aan te passen aan de veranderde marktomstandigheden en aan de wijzigingen in de regelgeving. Door de mondiale economische en financiële crisis kunnen de Nederlandse banken op de groothandelsmarkten moeilijker aan financiering komen. Vanwege het belang van gesecuritiseerde financiering is de binnenlandse rente voor leningen, met name voor de financiering van een woning, opgelopen. In de nieuwe EU-regelgeving voor banken wordt nadruk gelegd op het belang van grotere buffers om verliezen op te vangen, het vertrouwen te herstellen en de markttoegang veilig te stellen. Nu de huizenprijzen bijna vijf jaar lang zijn gedaald, lijkt de Nederlandse woningmarkt zich weer langzaam te herstellen. De prijsdalingen vlakken af. De woningtransacties lijken weer een stijgende lijn te vertonen, zij het in bescheiden mate. Op de huurmarkt stijgen de huren momenteel sterker dan in voorgaande jaren. Door middel van huurverhogingen worden huurders met hoge inkomens die het gereguleerde huurwoningsegment niet verlaten, aangemoedigd naar particuliere huurwoningen te verhuizen of een eigen woning te kopen.

• **Voorts heeft het huidige woningbeleid gevolgen voor de overheidsfinanciën,** met name in de vorm van gedeerde belastinginkomsten en van voorwaardelijke verplichtingen die voortvloeien uit woninggerelateerde garanties.

In de IDR wordt ook gekeken hoe beleidsmatig zou kunnen worden gereageerd op deze ontwikkelingen. In dit verband kan een aantal elementen in overweging worden genomen.

• **Gezien de trage productiviteitsstijgingen en de geringe toegevoegde waarde van de wederuitvoer is het des te meer van belang om de innovatie en het concurrentievermogen te bevorderen.** Conjuncturele effecten, financieringsknelpunten, een aanhoudende onzekerheid en de gevolgen van de (verwachte) balansaanpassingen lijken allemaal bij te dragen aan de relatief lage investeringen in vaste activa, hoewel er mogelijk ook een structureel element in het geding is. Ondernemingen staan voor de uitdaging zich te beraden over de balans tussen binnenlandse en buitenlandse investeringen. Een evenwichtige aanpassing van de besparings-, uitgaven- en investeringspatronen in de gehele Nederlandse economie zou een positief effect hebben op het investeringsklimaat en het groeipotentieel, en zou daarmee de economische vooruitzichten op lange termijn verbeteren.

• **Door in institutioneel verband gebruik te maken van de bestaande mogelijkheden voor gedifferentieerde loonsverhogingen zou het inkomen van huishoudens kunnen worden ondersteund.** Het ernstige en langdurige karakter van de malaise sinds de crisis wijst erop dat een meer robuuste inkomensontwikkeling gunstig zou zijn voor het herstel en het economisch evenwicht. Bij een dergelijke aanpak dient uiteraard naar behoren rekening te worden gehouden met de situatie waarin ondernemingen verkeren wat hun productiviteit, winstgevendheid en bestaande kapitaalbuffers betreft, ten einde hun

levensvatbaarheid en concurrentievermogen niet te verzwakken. Verder zou een ombuiging van de maatregelen op het gebied van de socialezekerheidsbijdragen, belastingen en pensioenpremies, waaraan de daling van het beschikbare inkomen in de afgelopen jaren in belangrijke mate kan worden toegeschreven, eveneens welkom zijn.

• **De grote brutoschuld van de huishoudens blijft een bron van kwetsbaarheid; daar staat tegenover dat de nettobezittingen van de huishoudens in vrijwel gelijke mate zijn toegenomen.** De lopende beleids- en toezichtsmaatregelen om de prikkel tot het aangaan van hypotheekschulden te verminderen en de loan-to-value-ratio te verlagen, moeten uiteindelijk de woninggerelateerde schuldquote en de hefboomratio's omlaag brengen. Gezien de omvang van de schuld lijkt een lange aanpassingsperiode evenwel onvermijdelijk. De regelgevingsmaatregelen, met name de beperking van de hypotheekrenteaftrek, zullen pas op zeer lange termijn effect beginnen te sorteren en discrimineren tussen nieuwe en bestaande hypotheek.

• **Niet alle starheden op de woningmarkt zijn gecorrigeerd; zo zijn de starheden die de ontwikkeling van een goed functionerende particuliere huursector van passende omvang hebben verhinderd, nog niet uit de weg geruimd.** De particuliere huursector functioneert nog steeds niet optimaal, en de toewijzing van sociale woningen aan de mensen die daaraan het meest behoefte hebben, laat nog te wensen over. Om de markt weer vlot te trekken is het belangrijk om het tempo van de hervormingen vast te houden en maatregelen te nemen om de werking van de woningmarkt te bevorderen door de particuliere huursector beter te laten functioneren en de inefficiënties en doorgewichtverliezen in verband met de activiteiten van sociale woningcorporaties tegen te gaan.

1. INLEIDING

Op 13 november 2013 heeft de Commissie haar tweede Waarschuwingmechanismeverslag gepubliceerd, dat werd opgesteld overeenkomstig artikel 3 van Verordening (EU) nr. 1176/2011 betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden. Het Waarschuwingmechanismeverslag doet dienst als een eerste doorlichtingsinstrument om te helpen bepalen voor welke lidstaten een verdere diepgaande analyse is vereist om uit te maken of er onevenwichtigheden bestaan of dreigen te ontstaan. Overeenkomstig artikel 5 van Verordening (EU) nr. 1176/2011 moeten bij een dergelijke landspecifieke "diepgaande evaluatie" de aard, oorsprong en ernst van de in de betrokken lidstaat waargenomen macro-economische ontwikkelingen worden onderzocht die onevenwichtigheden zijn of tot onevenwichtigheden kunnen leiden. Op grond van deze analyse geeft de Commissie aan of zij van oordeel is dat er van een onevenwichtigheid sprake is en welke vervolgmaatregelen zij aan de Raad zal aanbevelen.

Voor Nederland werd het in het Waarschuwingmechanismeverslag noodzakelijk geacht nader te onderzoeken of het land macro-economische onevenwichtigheden van externe of interne aard vertoont. Wat de externe zijde betreft, is in het verslag gewezen op een lange reeks van omvangrijke overschotten op de lopende rekening die samenvielen met een verlies aan marktaandeel in de recente jaren. Wat de interne zijde betreft, is de hoge particuliere schuld als punt van zorg bestempeld die met name door de huishoudens is opgebouwd en verband houdt met de stijging van de huizenprijzen die zich in het verleden heeft voorgedaan. In de afgelopen jaren zijn de huizenprijzen gaan dalen, wat via negatieve vermogens- en vertrouwenseffecten een weerslag heeft gehad op de reële economie. Ondanks tekenen van stabilisatie blijft de schuldenlast van de huishoudens zeer hoog. De voorliggende IDR bevat een analyse van de Nederlandse economie in het kader van het toezicht op macro-economische onevenwichtigheden en de daarvoor ontwikkelde procedure.

Tegen deze achtergrond wordt in deel 2 van deze diepgaande evaluatie nader ingegaan op de macro-economische ontwikkelingen. In deel 3 worden de onevenwichtigheden en risico's besproken. In deel 4 komen specifieke onderwerpen aan de orde. Tenslotte worden in deel 5 beleidsoverwegingen gepresenteerd.

2. MACRO-ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

2.1. DE MACRO-ECONOMISCHE SITUATIE IN PERSPECTIEF

Het ziet er naar uit dat Nederland zich geleidelijk herstelt van een langdurige recessie, die voornamelijk het gevolg is van een zwakke binnenlandse vraag. Volgens de winterprognoses 2014 van de Commissie zal de reële bbp-groei in 2014 met [1%] positief zijn, tegen [-0,8%] in 2013, en zal zij in 2015 verder aantrekken. De huidige situatie en vooruitzichten van de Nederlandse economie vormen de weerspiegeling van de onderlinge wisselwerking van de structurele en institutionele kaders die het aanpassingstraject ervan bepalen. Dit deel begint met een beknopte presentatie van een aantal belangrijke kenmerken van de Nederlandse economie die tot bepaalde resultaten leiden (zoals de ontwikkeling van de sectorale schuldenlast en de externe rekeningen waarop het onderzoek naar mogelijke onevenwichtigheden zich toespitst). De sector van de huishoudens bepaalt in hoge mate de ontwikkelingen op het gebied van sectorale en nationale besparingen, uitgaven en financiële stromen; vandaar de keuze om allereerst een korte schets te geven van een aantal van de voornaamste kenmerken van deze sector. Ook de interactie met sectoren als niet-financiële vennootschappen en financiële instellingen, waarop daarna kort wordt ingegaan, is bepalend voor de macro-economische situatie. Tenslotte wordt een beknopte samenvatting gegeven van de macro-economische vooruitzichten van Nederland op korte termijn.

Sector huishoudens

In de sector huishoudens worden inkomstenstromen, vermogensopbouw en beslissingen op het gebied van besparingen en uitgaven tot op grote hoogte bepaald door de institutionele context. Een van de kenmerken is de gevestigde traditie van geïnstitutionaliseerd overleg tussen de sociale partners, weerspiegeld in de verschillende verbanden waarin de sociale partners samenwerken met de politiek waarbij zij officiële taken uitoefenen en een grote invloed hebben op beleidsterreinen zoals de arbeidsmarkt, inclusief loonvorming, de sociale zekerheid en het pensioenstelsel. De bestaande institutionele regelingen zijn dikwijls reeds ontstaan in de periode van wederopbouw vlak na de Tweede

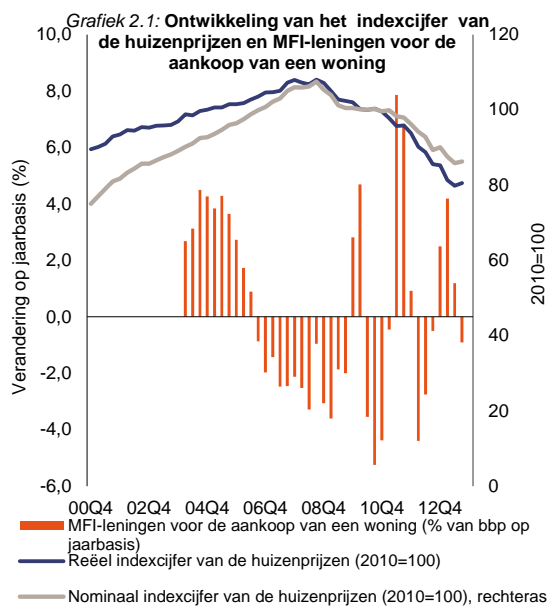
Wereldoorlog of zelfs nog eerder (met name in de jaren dertig). De institutionele structuur stelt belangrijke regelgevende parameters vast maar bepaalt tevens ten dele de gedragspatronen van marktdeelnemers.

Het Nederlandse pensioenstelsel bestaat uit drie pijlers, met een omvangrijke tweede pijler van bedrijfspensioenen⁽¹⁾ die geresulteerd heeft in een sterke bruto- en netto-vermogenspositie van Nederlandse huishoudens. Een groot aantal speciale pensioenfondsen beheren pensioenbesparingen ten bedrage van bijna 150% van het bbp, die grotendeels in internationaal gediversifieerde financiële activa zijn belegd. De aan de pensioenfondsen van de tweede pijler betaalde premies vormen een belangrijke uitgavenpost voor de huishoudens en worden bepaald op basis van de dekkingsgraad (de verhouding tussen de activa en de passiva) van de fondsen. Deze premies fluctueren derhalve doorgaans naar gelang van de (conjuncturele) situatie op de financiële markten, en hebben door hun procyclische karakter een grote invloed op het beschikbare inkomen van huishoudens en dus op de conjunctuur.

Naast pensioenbesparingen vormt woningbezit eveneens een belangrijk onderdeel van de balans van huishoudens. Het woningbezit is met diverse beleidsmaatregelen gestimuleerd, zoals met name de hypotheekrenteaftrek (HRA) die omtrent 1890 is ingevoerd en tot voor kort niet aan een maximumniveau was gebonden. Er is ook een hypotheekgarantiestelsel (NHG) van de overheid. Door de wijze waarop de banksector op basis van de financiële prikkels in de woningmarkt een hefboom heeft gecreëerd, zijn hoge loan-to-value-ratio's (LTV-ratio's) ontstaan. De HRA en aanverwante financiële producten werkten het afsluiten van hoge aflossingsvrije hypotheekleningen in de hand, wat resulteerde in verlengde balansen van huishoudens, kredietportefeuilles van de binnenlandse banken waarin binnenlandse hypotheekleningen sterk

⁽¹⁾ Alle inwoners boven de 65 jaar hebben recht op een vast overheidspensioen dat door middel van een omslagstelsel wordt gefinancierd. Ongeveer 90% van de beroepsbevolking heeft daarnaast een aanvullend (bedrijfs)pensioen. De derde pijler van het Nederlandse pensioenstelsel omvat individuele, vrijwillige pensioenregelingen.

vertegenwoordigd zijn, en een grote brutoschuld van de huishoudens. Recentelijk zijn beleidsmaatregelen vastgesteld om deze prikkels om schulden aan te gaan, te reduceren (zie deel 3 voor nadere bijzonderheden). Andere institutionele kenmerken, zoals regelgeving op het gebied van ruimtelijke ordening en het beheer van de huurmarkt, hebben eveneens een grote invloed op de woningmarkt gehad. Door ruimtelijke beperkingen, die mede een gevolg zijn van de geografische kenmerken van Nederland, kon het aanbod van nieuwe woningen vóór de crisis slechts in beperkte mate voldoen aan de stijgende vraag, waardoor het toenemend leenvermogen zich vertaalde in een gestage stijging van de huizenprijzen (grafiek 2.1); deze ontwikkeling sloeg pas tijdens de financiële crisis om, zij het dat de prijsdalingen niet zo groot waren als in andere landen.



Bron: Eurostat, ECB, diensten van de Commissie.

Verder wordt het eigenwoningbezit indirect gestimuleerd door een slecht functionerende huurmarkt. De huurmarkt wordt gedomineerd door een grote socialewoningsector die in feite de particuliere huurmarkt verdringt. Hoewel een derde van alle woningen eigendom is van socialewoningcorporaties, zijn er lange wachtlijsten doordat, als gevolg van de bestaande regels, de toewijzing van woningen te wensen overlaat. Woningcorporaties hebben met name

weinig mogelijkheden om de mobiliteit van hun huurders af te dwingen wanneer hun inkomen verandert. Deze kenmerken van de huurmarkt vormen een sterke prikkel om een eigen woning te kopen. De arbeidsmobiliteit wordt beperkt door de wijze waarop sociale woningen worden toegewezen. Dit belemmert een efficiënte verdeling van menselijk kapitaal, met name van laaggeschoolden.

Financiële sector en bedrijfsleven

De economie, de lopende rekening en de financiële stromen die Nederland binnenkomen en verlaten, worden voor een groot deel bepaald door de omvangrijke financiële sector en de aanwezigheid van een groot aantal multinationale ondernemingen.

De financiële sector in Nederland is een van de grootste in de EU in termen van de balansomvang ten opzichte van het bbp. Twee van de vier grootste banken zijn momenteel in handen van de overheid en een derde heeft overheidssteun ontvangen. De sector wordt, ook in het licht van nieuwe regelgeving, momenteel geherstructureerd en de kapitaalbasis van de banken wordt versterkt. Dit is nodig om de veerkracht van de financiële sector te verbeteren. De financiële sector is al enkele jaren zijn schuldenlast aan het afbouwen naar aanleiding van de financiële en economische ontwikkelingen en nieuwe regelgeving. Met name veranderingen op de woningmarkt zullen naar verwachting de onevenwichtigheden reduceren doordat zij een gunstig effect hebben op de samenstelling van de bankbalansen. De financiële sector staat niet alleen in hoge mate bloot aan risico's in verband met binnenlandse hypotheek, maar kampt tevens met een omvangrijk financieringsgat doordat sparen fiscaal wordt ontmoedigd en doordat in het pensioenstelsel omvangrijke besparingen worden aangetrokken buiten de banksector om (zie deel 4).

Bovendien heeft Nederland veel multinationale ondernemingen op zijn grondgebied en heeft het buitenlandse ondernemingen actief aangemoedigd hun hoofdzetel binnen zijn grenzen te vestigen. Multinationale ondernemingen worden aangetrokken door het gunstige wetgevingsklimaat en een voordelige

fiscale behandeling⁽²⁾ van gerepatrieerde buitenlandse inkomsten, die de omvang en de richting van de daarmee samenhangende financiële stromen voor een deel lijken te bepalen. Mede doordat over uitgaande royalty's en rentebetalingen geen belasting wordt ingehouden en de Nederlandse fiscus vooraf uitsluitel geeft over de fiscale gevolgen van dergelijke activiteiten, hebben ondernemingen zich in Nederland laten registreren, zelfs zonder substantiële fysieke aanwezigheid ter plaatse. Dit genereert brutokapitaalstromen die via special purpose vehicles (SPV's) door Nederland worden gesluisd. Met deze kapitaalstromen is momenteel een bedrag gemoeid van meer dan driemaal het Nederlandse bbp.

Deze hoofdkantoren fungeren niet alleen als transitpunt voor internationale kapitaalstromen naar andere jurisdicties, maar genereren ook winsten die ver boven het EU-gemiddelde liggen. Met de stijging van de uitstroom van buitenlandse directe investeringen (BDI) zijn ook de investeringswinsten in de vorm van winstuitkeringen uit buitenlandse activiteiten fors toegenomen.

Werkgelegenheid en arbeidskosten

De uitvoer blijft goed presteren dankzij een daadwerkelijk concurrerende economie. Een gunstige geografische ligging, een lange traditie van integratie in de wereldhandel en een toenemend belang van wederinvoer (die de integratie van de Nederlandse economie in de mondiale waardeketens weerspiegelt) zijn bevorderlijk voor uitvoer. Hoewel er hoogstens een zwak verband is tussen uitvoerprestaties en loonontwikkelingen, bestaat in Nederland reeds

decennialang een sterke, geïnstitutionaliseerde traditie om de concurrentiepositie met loonmatiging te ondersteunen. Sinds het begin van de crisis heeft de dalende koopkracht van de huishoudens tot een afname van de particuliere consumptie geleid, terwijl tegelijkertijd druk ontstond om de schulden af te bouwen. Afgezien van de werkgelegenheidstrends werd de recente zwakke ontwikkeling van het beschikbare inkomen van de huishoudens deels veroorzaakt door belasting- en pensioenpremiestijgingen en negatieve vermogenseffecten en deels door de gematigde loonontwikkeling.

Een uitvoerig stelsel van sociale voorzieningen en gunstige ontwikkelingen op de arbeidsmarkt in de decennia vóór de crisis hebben een positief effect gehad op de sociale indicatoren. Dit is in grote lijnen nog steeds het geval, hoewel de situatie op de arbeidsmarkt sinds het begin van de crisis is verslechterd. Het werkloosheidscijfer bedroeg in 2012 5,3% maar is in 2013, voornamelijk als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag, gestegen tot 6,7%. De indicatoren voor armoede en sociale uitsluiting zijn ook nog gunstig in vergelijking met de meeste andere lidstaten. Belangrijke redenen voor het betrekkelijk lage werkloosheidscijfer zijn het goede onderwijs dat is afgestemd op de behoeften van de arbeidsmarkt, een efficiënt stelsel van particuliere werkgelegenheidsdiensten, een wijdverbreid gebruik van flexibele arbeidsovereenkomsten en de beschikbaarheid van deeltijdwerk (evenals voorzieningen voor kinderopvang). Een aantal van deze kenmerken is recentelijk onder druk komen te staan, bijvoorbeeld door voorgenomen maatregelen om flexibele overeenkomsten minder flexibel te maken, wat waarschijnlijk tot meer ontslagen zal leiden.

2.2. VOORUITZICHTEN OP KORTE TERMIJN

De hierboven geschetste institutionele structuur van Nederland, in combinatie met de aanpassingsdynamiek, beleidskeuzes en noodzakelijke schuldafbouw (vooral van huishoudens, banken en overheid) zijn belangrijke factoren die de zwakke economische vooruitzichten op korte termijn bepalen. Na een inkrimping van het reële bbp met 0,8% in 2013 wordt voor 2014 een stijging van 1%

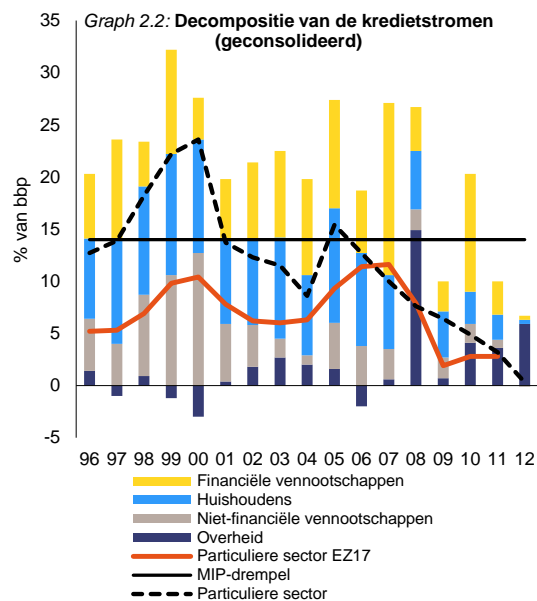
⁽²⁾ Van oudsher is Nederland door de deelnemingsvrijstelling voor grensoverschrijdende bedrijfsinterne dividendbetalingen (evenals voor vermogenswinsten) van dochterondernemingen in het buitenland zeer aantrekkelijk voor ondernemingen. De vrijstelling houdt in dat wanneer transnationale ondernemingen de inkomsten van filialen repatriëren of, met andere woorden, dividend uit het buitenland aan zichzelf uitkeren, over deze inkomsten geen belasting wordt geheven in het binnenland. Hoewel dit systeem in alle EU-landen, met uitzondering van Griekenland, Ierland, Spanje en het Verenigd Koninkrijk wordt toegepast, loopt de mate waarin deze inkomsten worden vrijgesteld, van land tot land uiteen en hangt deze af van bilaterale belastingverdragen. Andere factoren die Nederland fiscaal aantrekkelijk maken is het uitgebreide netwerk van verdragen ter voorkoming van een dubbele belastingheffing tussen Nederland en de desbetreffende landen en het systeem van "advance tax ruling".

verwacht, terwijl de economische groei in 2015 zal aantrekken tot 1,3%. De aarzelande omslag naar positieve groei werd vooral gesteund door de netto-uitvoer. Daarentegen bleef de binnenlandse vraag een remmend effect hebben op de activiteit, ondanks een herstel van de bruto-investeringen in vaste activa naar aanleiding van de verbeterde vooruitzichten voor het bedrijfsleven, en de vraag zal volgens de prognoses ook in 2014 zwak blijven. De particuliere consumptie zal worden geremd door de ongunstige ontwikkeling van de werkgelegenheid en de negatieve vermogenseffecten van de afgelopen jaren. Verwacht wordt dat de binnenlandse vraag in 2014 geleidelijk positief zal worden en de netto-uitvoer als voornaamste groeimotor zal vervangen. Met name de investeringen trekken weer aan, vooral in de particuliere sector. Volgens de prognoses zullen, door een herstel van productie en winstgevenheid, de investeringen weer gaan toenemen. Deze vooruitzichten worden geschraagd door een stijging van de bezettingsgraad en een groter producentenvertrouwen. De kapitaalbuffers waarover grote ondernemingen, maar tot op zekere hoogte ook het midden- en kleinbedrijf, beschikken, zouden ondernemingen in staat moeten stellen investeringen te financieren, zelfs in een situatie waarin de banken hun schulden trachten terug te dringen. Bovendien doen grotere ondernemingen in toenemende mate rechtstreeks een beroep op de kapitaalmarkt om hun investeringen te financieren. Over het geheel genomen lijkt het gebrek aan herstel van de economische activiteit derhalve niet in belangrijke mate aan financieringsproblemen te wijten te zijn.

De positieve effecten van een zich herstellende woningmarkt wegen wellicht niet op tegen het nog altijd zwakke reële beschikbare inkomen en de ongunstige arbeidsmarktontwikkelingen op korte termijn. Hoewel de nettovermogenspositie van de huishoudens momenteel nog een positieve ontwikkeling laat zien, hebben de onevenwichtige samenstelling en de verdelingseffecten ervan over het algemeen een remmend effect op de macro-economische activiteit. Door het negatieve huizenvermogen en het feit dat de waarde van woningen nog steeds daalt, zijn huishoudens ertoe overgegaan hun schuld af te bouwen. In een situatie waarin vroegere LTV-ratio's dikwijls ruim boven de 1 lagen en de huizenprijzen dalen, trachten met name jongere huishoudens een negatief huizenvermogen te vermijden. Dit houdt

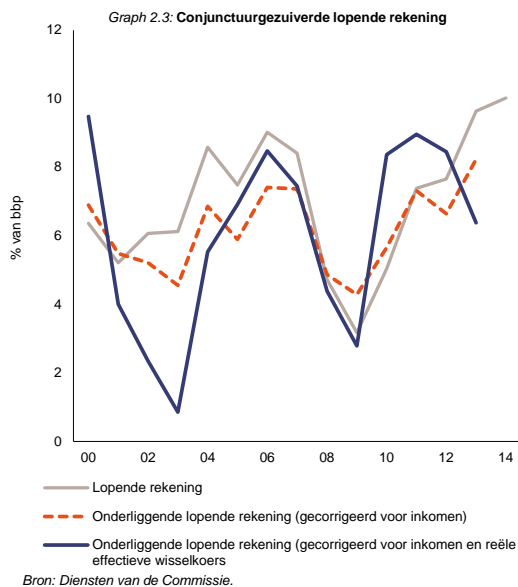
in dat zij geneigd zijn hun schuld af te lossen, een ontwikkeling die in de hand wordt gewerkt door lage rentetarieven en relatief hoge belastingen op spaargeld.

De schuldafbouw neemt toe terwijl de kredietverstrekking aan de particuliere sector (de overheid niet meegerekend) tot stilstand is gekomen. De kredietverstrekking is, in vergelijking met de jaren vóór de crisis, sterk gedaald maar de kredietstromen zijn in 2012 vrijwel volledig opgedroogd indien de overheidssector buiten beschouwing wordt gelaten (grafiek 2.2). Dit zal, zij het met vertraging, grote gevolgen hebben voor de brutoschuldpositie van de particuliere sector. De zwakke binnenlandse vraag en de schuldafbouw van de huishoudens en andere sectoren hebben tot een overschot op de lopende rekening geleid dat geraamd wordt op circa 9% van het bbp in 2014 en 10% van het bbp in 2015.



Het overschot op de lopende rekening hangt voor een deel samen met de conjunctuurfase waarin de Nederlandse economie verkeert, met name de zwakke binnenlandse vraag. Het conjunctuurgezuiverde overschot op de lopende rekening wordt voor 2013 op 6,4% geraamd (grafiek 2.3). Verwacht wordt dat het overschot op middellange termijn zal dalen door een toename van de consumptie en de investeringsuitgaven. Doordat de druk om de schulden te verminderen

echter nog jarenlang zal aanhouden, zal deze daling van het overschot worden vertraagd door de schuldaufbouw die momenteel bij huishoudens en overheid gaande is. Zolang huishoudens, de financiële sector en de overheid de noodzakelijke schuldreductie voortzetten, zal het overschot op de lopende rekening kunstmatig hoog blijven.

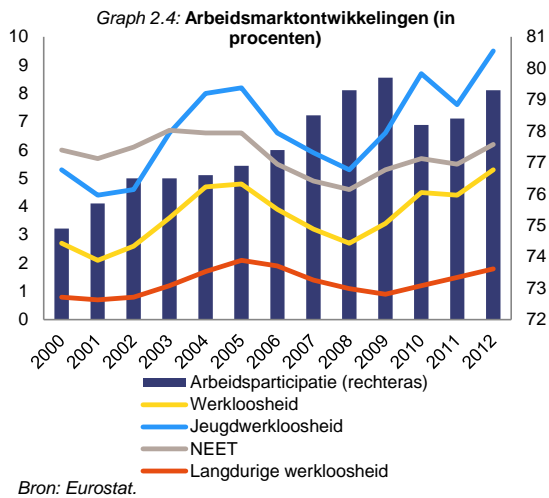


De toegang tot financiering blijft een probleem, met name voor het midden- en kleinbedrijf, maar over het geheel genomen lijken de gevolgen ervan beperkt. Volgens de meest recente enquête van de ECB⁽³⁾ noemt 20% van het mkb de toegang tot financiering als het meest nijpende probleem, een van de hoogste percentages van de EU. Vooralsnog lijkt de negatieve impact van deze situatie op geaggregeerd niveau beperkt doordat veel mkb's op dit moment geen externe financiering nodig hebben, maar deze situatie zal wellicht veranderen indien de economie zwak blijft presteren zoals is voorzien. In hoeverre deze verslechtering van de financieringssituatie veroorzaakt wordt door een zwakker economisch klimaat of door de schuldaufbouw van banken is moeilijk na te gaan, maar de vooruitzichten voor economisch herstel worden er sterk door aangetast. Aangezien banken echter hun schulden voornamelijk verminderen door de inhouding van winst, de verkoop van activa en uit uitgaven voortvloeiende

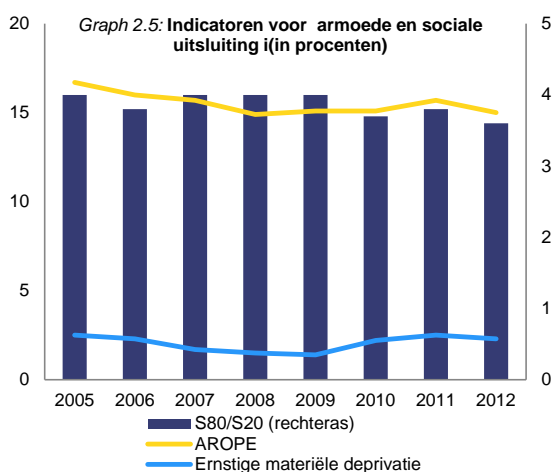
verplichtingen die worden meegeteld bij de berekening van sommige vermogensratio's, en veel mkb's recentelijk van bank moesten veranderen waardoor het percentage afwijzingen steeg, lijkt de algehele kredietvoorziening als zodanig geen grote belemmering voor herstel te vormen. Bovendien beschikken grote ondernemingen en dynamische mkb's nog over genoeg financieringsbronnen om hun investeringen op te voeren. Voorts zouden, door het vrijwel verdwijnen van de aflossingsvrije hypotheek van de hypotheekmarkt met de inkringing van de hypotheekportefeuille van banken tot gevolg, op middellange termijn activa en kapitaal moeten vrijkomen om krediet te verschaffen aan de meer productieve sectoren van de economie. Het zal echter geruime tijd duren voordat de bestaande financieringsstructuren, die vooralsnog de overhand hebben, zullen zijn aangepast.

Verwacht wordt dat de werkloosheid zal toenemen en dat het begrotingstekort circa 3% van het bbp zal blijven bedragen. De werkloosheid zal volgens de prognose stijgen van 6,7% in 2013 tot 7,4% in 2014 en tot 7,2% in 2015. In een situatie waarin de binnenlandse vraag zwak is, de werkloosheid toeneemt en de positieve ontwikkelingen voornamelijk te danken zijn aan de (betrekkelijk weinig belastingopbrengsten genererende) uitvoer, wordt het overheidstekort geraamd op 3,1% van het bbp in 2013 en 3,2% in 2014. Bij ongewijzigd beleid zal het tekort in 2015 waarschijnlijk dalen tot 2,9% van het bbp. De ontwikkeling van de jeugdwerkloosheid en de langdurige werkloosheid verloopt volgens hetzelfde patroon: in 2012 was 9,5% van de jongeren werkloos; in het derde kwartaal van 2013 was dit cijfer opgelopen tot 11,5% (grafiek 2.4). Toch behoort het percentage jongeren dat geen baan heeft en geen onderwijs of opleiding volgt (6,2% in 2012) tot de laagste van Europa. Hoewel het percentage langdurig werklozen (1,8% in 2012) minder dan de helft bedraagt van het EU-gemiddelde (4,7%), is het in de eerste twee kwartalen van 2013 wel sneller opgelopen.

⁽³⁾ Bron: www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html



Het aantal met armoede en sociale uitsluiting bedreigde personen als percentage van de totale bevolking nam na 2005 af en sinds 2008 stabiel gebleven (grafiek 2.5) en ligt ruim onder het EU-gemiddelde (24,8%). Ook het aandeel van de bevolking dat in een situatie van ernstige materiële deprivatie verkeert is nog altijd zeer laag (2,3% in 2012), maar is sinds het begin van de crisis wel iets gestegen. De dalende ratio van de gemiddelde inkomens van het laagste en het hoogste quintiel van de inkomensverdeling wijst niet op een toename van de inkomensongelijkheid als gevolg van de zwakke economische situatie.



Wat deze vooruitzichten op korte termijn betreft lijken de risico's in grote lijnen in evenwicht. Beleidonzekerheid over de uitvoering en de gevolgen van geplande maatregelen op

gebieden als pensioenen of de decentralisatie van bevoegdheden naar gemeenten, kan het herstel van de binnenlandse vraag afremmen. Een snellere stabilisering van de woningmarkt zou echter voor een extra impuls kunnen zorgen.

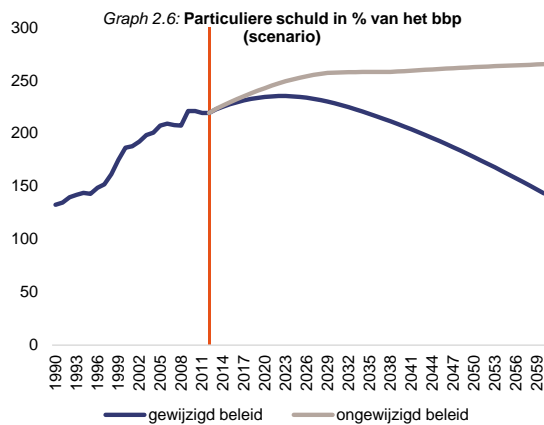
2.3. LANGETERMIJNEFFECTEN VAN BEPAALDE HERVORMINGEN

Sinds begin 2013 is bij nieuwe hypotheke de rente slechts aftrekbaar van de belasting indien het annuïteitenhypotheke of lineaire hypotheke betreft. Gezien de grote hoeveelheid uitstaande hypotheekleningen zal het effect van deze maatregel slechts geleidelijk zichtbaar worden. Desondanks zullen veranderingen in de fiscale behandeling van hypotheekleningen op middellange tot lange termijn niet alleen een positief effect hebben op de begroting, maar ook het financieringsgat van banken verkleinen; verder zouden zij op den duur een hernieuwd gebruik van securitisatie als financieringsinstrument kunnen bevorderen. Doordat bij de aflossing van nieuwe hypotheekleningen ook de hoofdsom moet worden terugbetaald, zal deze maatregel tevens een positieve invloed hebben op de brutoschuldpositie van huishoudens en een verkorting van de balans van deze sector in de hand werken.

Op basis van plausibele aannames inzake de toekomstige economische groei, huizenprijzen enz., kunnen scenario's worden geschetst waarmee de vermoedelijke ontwikkeling van de schuld van de particuliere sector (als % van het bbp) onder invloed van de nieuwe belastingregeling wordt onderzocht⁽⁴⁾. De resultaten van deze scenarioanalyse worden in grafiek 2.6 weergegeven. Tot 2012 worden historische gegevens gebruikt (aangeduid met een verticale lijn); voor de periode na 2012 worden twee verschillende scenario's gepresenteerd. Het eerste scenario betreft de verwachte ontwikkeling bij ongewijzigd beleid. In dit (hypothetische) geval zou de particuliere schuld blijven stijgen om zich

⁽⁴⁾ Beide scenario's gaan uit van een constante groei van het nominale bbp, een constante particuliere schuld van de huishoudens (minus hypotheke) ten opzichte van het bbp, een constant transactievolume (gemiddelde 1995-2011), een constante LTV-ratio van 1 en huizenprijzen die gelijke tred houden met het nominale bbp. Afgeloste hypotheke worden geraamd op basis van de historische huizenprijzen. Beide scenario's zijn zeer ongevoelig voor wijzigingen van de aannames.

vervolgens rond de 260% van het bbp te stabiliseren. In het tweede scenario wordt rekening gehouden met de onlangs doorgevoerde wijzigingen in de fiscale regelgeving betreffende hypotheekleningen (maar niet met de recente afname van de kredietverstrekking die in het bovenstaande is besproken, omdat wordt aangenomen dat hieraan voornamelijk conjuncturele factoren ten grondslag liggen). In dit geval wordt aangenomen dat de particuliere schuld in eerste instantie verder zal oplopen alvorens gestaag te dalen tot circa 140% van het bbp in 2060. Op korte termijn worden oude en kleine hypotheekleningen vervangen door grotere (hoewel de huizenprijzen de laatste tijd dalen, zijn zij nominaal nog veel hoger dan 30 jaar geleden), waardoor de schuld als percentage van het bbp zal stijgen. Op middellange termijn heeft het “annuïteiteneffect” de overhand en loopt de particuliere schuld (als % van het bbp) aanzienlijk terug.



Volgens het scenario bij gewijzigd beleid zal de schuld van de particuliere sector in 2060 meer dan 120 procentpunt van het bbp lager zijn dan bij een scenario dat uitgaat van ongewijzigd beleid. Deze langlopende afbouw van schuld door de particuliere sector zal onder meer gevolgen hebben voor de binnenlandse vraag, de financiële stabiliteit en de lopende rekening.

Table 2.1:

Economische, financiële en sociale kernindicatoren - Nederland	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Prognoses		
							2013	2014	2015
Reëel bbp (op jaarbasis)	3,9	1,8	-3,7	1,5	0,9	-1,2	-0,8	1,0	1,3
Particuliere consumptie (op jaarbasis)	1,8	1,3	-2,1	0,3	-1,1	-1,6	-2,1	-0,5	1,0
Overheidsconsumptie (op jaarbasis)	3,5	2,8	5,0	0,5	0,2	-0,7	-0,7	0,3	-0,9
Bruto investeringen in vaste activa (op jaarbasis)	5,5	4,5	-12,0	-7,4	6,1	-4,0	-4,9	5,7	3,1
Uitvoer van goederen en diensten (op jaarbasis)	6,4	2,0	-7,7	11,6	4,1	3,2	1,3	2,9	5,0
Invoer van goederen en diensten (op jaarbasis)	5,6	2,3	-7,1	10,3	4,2	3,3	-0,5	3,2	5,0
Output gap	2,1	2,1	-2,5	-1,5	-1,0	-2,5	-3,3	-2,7	-1,9
Bijdrage aan bbp-groei									
Binnenlandse vraag (op jaarbasis)	2,8	2,2	-2,1	-1,1	0,6	-1,7	-2,0	0,7	0,7
Voorraden (op jaarbasis)	0,1	-0,4	-0,4	1,1	0,1	0,2	-0,3	0,2	0,1
Netto-uitvoer (op jaarbasis)	1,0	0,0	-1,1	1,6	0,2	0,2	1,5	0,1	0,5
Saldo op de lopende rekening BB (% van bbp)	6,7	4,3	5,2	7,4	9,5	9,4	.	.	.
Handelsbalans (% van bbp), BB	8,9	8,5	7,0	8,2	8,7	8,6	.	.	.
Ruilvoet goederen en diensten (op jaarbasis)	-0,2	0,1	-0,1	-1,1	0,1	-0,6	0,5	-0,1	0,9
Internationale netto-investeringspositie (% van bbp)	-6,0	4,2	16,7	24,5	33,6	46,8	.	.	.
Externe nettoschuld (% van bbp)	20,4	29,2	24,4	37,2	38,8	32,5	.	.	.
Externe brutoschuld (% van bbp)	308,9	290,9	293,5	307,2	320,3	316,6	.	.	.
Exportprestaties t.o.v. geavanceerde economieën (% verandering in vijf jaar)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Exportmarktaandeel, goederen en diensten (%)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Spaarquote van de huishoudens (netto-besparingen als % van het netto beschikbare inkomen)									
Particuliere kredietnormen (geconsolideerd, % van bbp)	10,0	7,6	6,4	4,9	3,2	0,3	.	.	.
Schuldpositie particuliere sector (geconsolideerd, % van bbp)	207,9	207,5	221,2	221,2	219,3	219,4	.	.	.
Gedefleerde index van de huizenprijzen (op jaarbasis)									
Investeringen in woningen (% van bbp)	6,4	6,3	5,7	4,9	4,7	4,2	.	.	.
Totale verplichtingen van de particuliere sector, niet geconsolideerd (op jaarbasis)									
Tier 1 ratio (1)	.	9,6	12,4	11,8	11,7	12,1	.	.	.
Totale solvabiliteitsratio (2)	.	12,0	15,0	14,1	13,7	14,5	.	.	.
Totale slecht- en niet-renderende leningen, bruto (% van totale schuldinstrumenten en totale leningen en voorschotten (2))	.	1,9	2,6	2,3	2,4	2,7	.	.	.
Werkgelegenheid, personen (op jaarbasis)									
Werkloosheidspercentage	3,6	3,1	3,7	4,5	4,4	5,3	6,7	7,4	7,2
Langdurige werkloosheid (% van beroepsbevolking)	1,4	1,1	0,9	1,2	1,5	1,8	.	.	.
Jeugdwerkloosheid (% van de beroepsbevolking in dezelfde leeftijdscategorie)	7,0	6,3	7,7	8,7	7,6	9,5	11,0	.	.
Participatiegraad (15-64 jaar)	78,5	79,3	79,7	78,2	78,4	79,3	.	.	.
Jongeren die geen baan hebben en geen onderwijs of opleiding volgen (% van de totale bevolking)	3,5	3,4	4,1	4,3	3,8	4,3	.	.	.
Mensen die met armoede en sociale uitsluiting worden bedreigd (% van totale bevolking)	15,7	14,9	15,1	15,1	15,7	15,0	.	.	.
Mensen die met armoede worden bedreigd (% van totale bevolking)	10,2	10,5	11,1	10,3	11,0	10,1	.	.	.
Mensen die met ernstige materiële deprivatie kampen (% van totale bevolking)	1,7	1,5	1,4	2,2	2,5	2,3	.	.	.
Mensen in huishoudens met een zeer lage arbeidsintensiteit (% van totale bevolking)	9,7	8,2	8,5	8,4	8,9	8,9	.	.	.
Bbp-deflator (op jaarbasis)									
Geharmoniseerde index van de consumptieprijzen (op jaarbasis)	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,8	2,6	1,1	1,3
Nominale beloning per werknemer (op jaarbasis)	3,4	3,3	2,5	1,5	1,6	1,9	0,2	1,9	1,3
Arbeidsproductiviteit (reëel, per werknemer, op jaarbasis)	1,3	0,3	-3,0	1,9	0,2	-1,1	.	.	.
Loonkosten per eenheid product (totale economie, op jaarbasis)	1,7	3,0	5,3	-0,6	1,2	2,9	-0,3	0,5	0,6
Reële loonkosten per eenheid product (op jaarbasis)	-0,1	0,8	5,2	-1,4	0,0	1,5	-2,0	-0,3	-1,6
Reële effectieve wisselkoers (gebaseerd op de loonkosten per eenheid, op jaarbasis)	1,1	1,3	2,7	-2,6	0,4	-1,1	0,3	0,5	-0,7
Reële effectieve wisselkoers (gebaseerd op de HICP, op jaarbasis)	0,2	0,5	1,9	-3,9	-0,4	-1,8	2,7	0,7	-0,5
Overheidssaldo (% van bbp)									
Structureel saldo (% van bbp)	-1,0	-0,7	-4,2	-4,1	-3,7	-2,7	-1,8	-1,8	-1,8
Bruto overheidsschuld (% van bbp)	45,3	58,5	60,8	63,4	65,7	71,3	74,3	75,3	75,6

(1) Binnenlandse bankgroepen en zelfstandige banken,

(2) Binnenlandse bankgroepen en zelfstandige banken, dochterondernemingen en bijkantoren onder buitenlandse (EU en niet-Eu) zeggenschap.

Bron: Eurostat, ECB, AMECO.

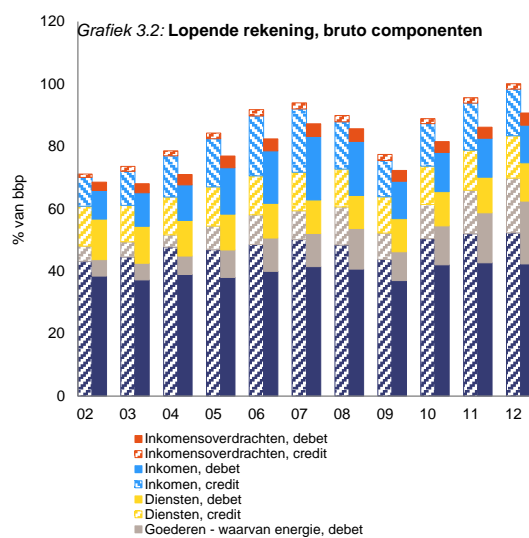
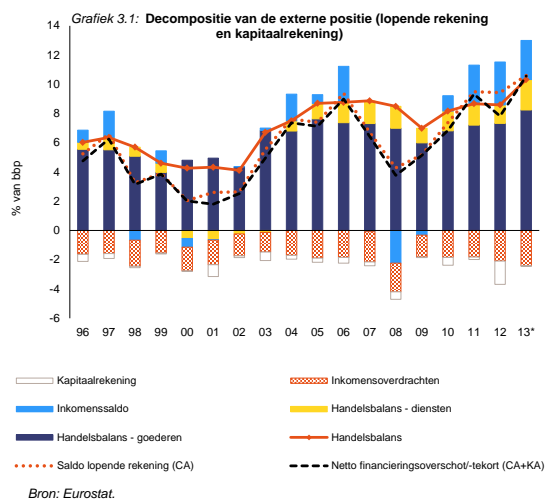
3. ONEVENWICHTIGHEDEN EN RISICO'S

In dit hoofdstuk worden de twee onderwerpen besproken die van belang zijn voor het opsporen van mogelijke onevenwichtigheden: het overschot op de lopende rekening, en de omvang van de particuliere schuld (met name van huishoudens), waarbij tevens naar het PMO-scorebord wordt verwezen. Bij de benadering die voor de analyse van het saldo op de lopende rekening wordt gevolgd, wordt de nadruk gelegd op onderliggende determinanten zoals sectorale besparingspatronen en kenmerken van inkomensvorming in de sector huishoudens, met speciale verwijzing naar arbeidsmarktinstanties. Deze elementen vormen tezamen de onderliggende determinanten van het saldo op de lopende rekening (en van schuldpatronen), en daarom zijn alle structurele problemen, knelpunten en risico's die daaruit voortkomen van belang bij de bespreking van het Nederlandse overschot. Wat de determinanten van de schuld van de particuliere sector betreft nemen de woningmarkt en de hypotheekschuld van huishoudens een centrale plaats in. Ook de in dit verband bestaande kwetsbaarheden en risico's komen aan de orde.

3.1. LOPENDE REKENING

Nederland heeft al meer dan drie decennia lang een overschot op de lopende rekening, dat thans tot de hoogste in de eurozone behoort. Dit overschot op de lopende rekening, dat in de jaren negentig gemiddeld rond de 5% van het bbp had bedragen, liep in de jaren 2000 op tot zo'n 6%, om in 2011 uit te komen op een recordniveau van 9,5% van het bbp. Blijkens de PMO-hoofdindicatoren bedroeg het driejaarsgemiddelde van het saldo op de lopende rekening in Nederland in de periode 2010 – 2012 8,8%. Volgens de winterprognoses 2014 van de diensten van de Commissie zal het overschot op de lopende rekening in 2014 licht afnemen, gevolgd door een stijging tot rond de 10% van het bbp in 2015.

Het huidige overschot op de lopende rekening is voornamelijk het gevolg van een groot positief goederensaldo; de bijdrage van andere componenten is betrekkelijk gering (grafieken 3.1 en 3.2).



Het positieve goederensaldo is meer dan voorheen te danken aan de bijdrage van de wederuitvoer⁽⁵⁾ (goederen die op een gegeven moment eigendom zijn van een Nederlandse), die spectaculair is gestegen als gevolg van zowel de voortschrijdende mondialisering als de opkomst van 'mondiale productieketens'. De wederuitvoer was in 2013 goed voor ruwweg de helft van de Nederlandse

(5) Onder wederuitvoer worden verstaan goederen die op een gegeven moment eigendom zijn van een Nederlandseingezetene en vervolgens van een buitenlands ingezetene. Als er in geen enkel stadium een eigendomsoverdracht plaatsvindt, dan worden de goederen als doorvoer beschouwd. Goederen worden als in het binnenland geproduceerde goederen beschouwd als zij een bewerking ondergaan. Andere belangrijke wederuitvoerlanden zijn Singapore, België en Duitsland.

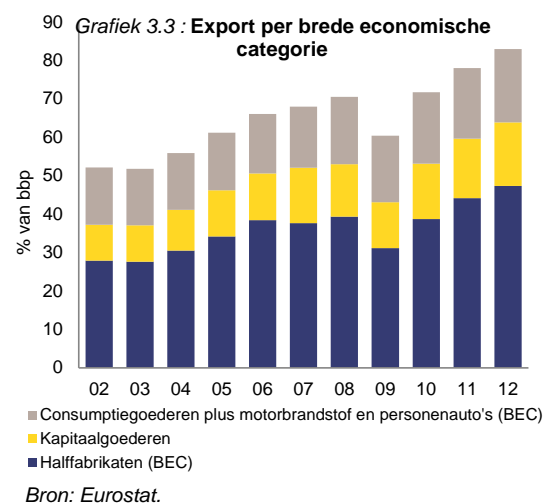
goederenbalans, tegen een derde in 1995. Hij droeg voor ongeveer 2 procentpunten bij aan het totale overschot op de lopende rekening.

Door de geografische ligging van Nederland (met de haven van Rotterdam als toegangspoort tot Duitsland) en een concurrerende logistieke en vervoerssector wordt de verschuiving naar wederuitvoer nog versterkt (CPB, 2007). De relatief slechtere prestaties van de uitvoer van in het binnenland geproduceerde goederen zijn deels te verklaren door het verschil in productmix. Bij de in het binnenland geproduceerde uitvoer overheersen de landbouwproducten, levensmiddelen, chemische producten, rubber en kunststof en machines en transportmiddelen. Daarentegen zijn computers en elektronische apparatuur goed voor bijna de helft van de wederuitvoer. Twee derde van de totale uitvoer van machines en transportmiddelen is wederuitvoer. Aangezien de mondiale vraag naar landbouwproducten en levensmiddelen minder snel groeit dan de wereldmarkt voor elektronische en telecommunicatie-apparatuur, loopt het procentuele aandeel van de Nederlandse binnenslands geproduceerde uitvoer in de wereldhandel terug.

De netto-uitvoer van aardgas vormt een andere, zij het minder belangrijke, structurele factor die een bijdrage levert aan het overschot van 1 à 2,5% van het bbp. Het gaat daarbij in hoofdzaak om de uitvoer van in het binnenland geproduceerd aardgas en de geringere behoefte aan ingevoerde energie die daar tegenover staat. Bovendien heeft Nederland zich ontpopt tot een belangrijk knooppunt voor de handel in aardgas binnen Europa. De betekenis van de aardgasproductie voor de Nederlandse economie zal geleidelijk verdwijnen naarmate de binnenlandse reserves uitgeput raken. Begin 2014 werden maximale productieniveaus vastgesteld om de gevoeligheid voor aan de gaswinning gerelateerde aardbevingen in de noordelijke provincie Groningen tegen te gaan.

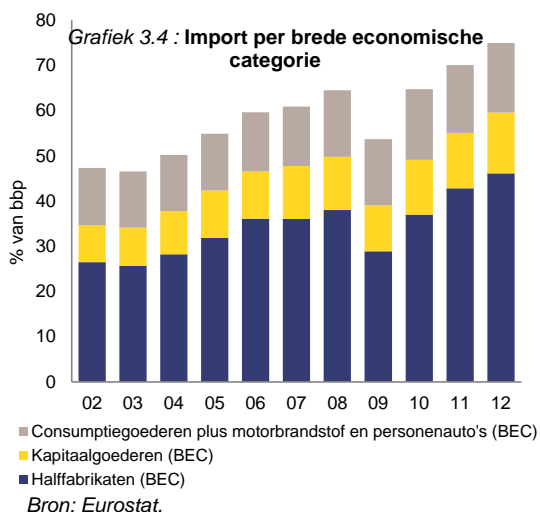
Sinds 2004 worden wijzigingen van het saldo op de lopende rekening grotendeels bepaald door de ontwikkeling van de diensten- en de inkomensbalans. De dienstenbalans is enkele jaren negatief geweest alvorens in 2004 positief te worden. Daarnaast lijkt het dividendbeleid van de Nederlandse multinationale ondernemingen

gezorgd te hebben voor een opwaartse druk op de lopende rekening⁽⁶⁾. Daarnaast leveren inkomsten uit beleggingen in de vorm van winstuitkeringen⁽⁷⁾ een steeds grotere bijdrage aan het overschot doordat de toegenomen winsten van buitenlandse dochterondernemingen van Nederlandse bedrijven worden gerepatriëerd. Deze gerepatriëerde winsten zijn gestegen van ongeveer 1,1 % van het bbp in 2004 tot 4,7 % van het bbp in 2011. De grensoverschrijdende winsten worden grotendeels gemaakt door beursgenoteerde ondernemingen. De door deze ondernemingen aan buitenlandse beleggers betaalde dividenden, die tot een verlaging van het saldo op de inkomstenrekening leiden, zijn sinds 2007 min of meer constant gebleven (rond de 0,8% van het bbp). Door de beperkte beschikbaarheid van gegevens, deels in verband met statistische geheimhouding, is het moeilijk om een beter inzicht te verkrijgen in de rol van multinationale ondernemingen en de eventuele opwaartse druk die zij uitoefenen op het geregistreerde saldo op de lopende rekening.

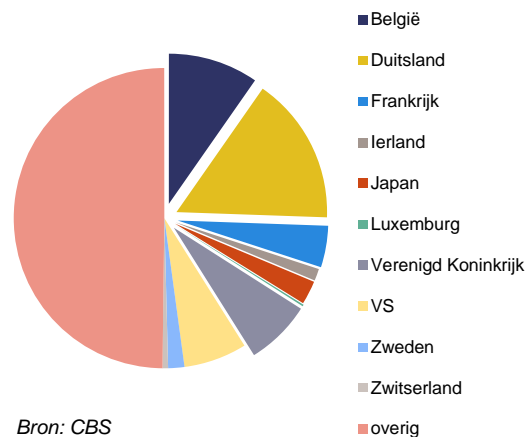


⁽⁶⁾ De Nederlandsche Bank (2013c) raamt het netto-effect van beide bewegingen voor de periode 2006-2008 op circa 2% van het bbp, waarna het is omgeslagen in een negatief saldo van 0,5% van het bbp.

⁽⁷⁾ Winstuitkeringen op BDI omvatten niet alleen betalingen van inkomsten uit directe investeringen in de vorm van dividend op aandelen, filiaalwinsten en geherinvesteerde winsten, maar ook van inkomsten uit schulden tussen ondernemingen onderling (rente). Sommige van de winstuitkeringen hebben betrekking op, bijvoorbeeld, royalty's op intellectuele eigendom die vrij gemakkelijk naar andere jurisdicties kunnen worden doorgeschoven.



Graph 3.5: Imports van goederen (marktaandeel)



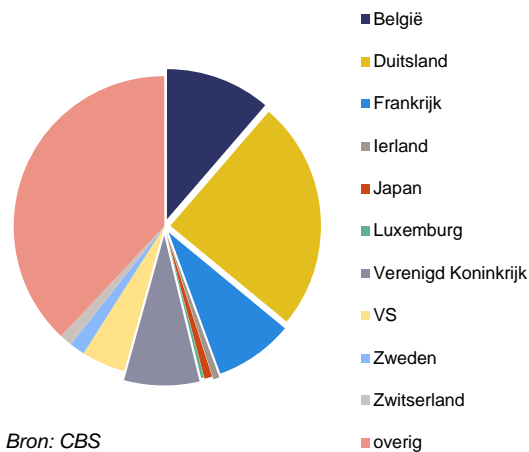
3.1.1. Handelsbetrekkingen

Nederland heeft zijn positie als knooppunt van internationale goederenstromen naar de Europese markten versterkt. De grafieken 3.3 en 3.4 geven de groeiende handel in halfabrikaten weer, waaruit het toenemend belang van mondiale waardeketens voor de Nederlandse economie blijkt. Uit grafiek 3.5 blijkt dat invoer van buiten de EU bijna de helft van de totale bruto invoer uitmaakt, terwijl ongeveer driekwart van de bruto uitvoer voor de EU bestemd is.

De belangrijkste handelspartners zijn, als vanouds, Duitsland, België en het Verenigd Koninkrijk. Een steeds groter deel van de invoer is afkomstig van opkomende landen zoals de Volksrepubliek China en Rusland, wat het toenemend belang van mondiale waardeketens en de Nederlandse rol in dat verband illustreert. Het aandeel van de invoer van EU-lidstaten die vanaf 2004 zijn toegetreden bedraagt nog geen 5%. Het gezamenlijke aandeel van de invoer van de zuidelijke EU-landen (Spanje, Italië, Portugal en Griekenland) is eveneens klein en bedraagt iets meer dan 4%.

De goederenuitvoer is sterk gericht op Duitsland, met een aandeel van bijna 25% (grafiek 3.6). Het aandeel van de opkomende markten in de directe bruto uitvoer is nog heel klein: slechts 1,8% van alle uitvoer gaat naar China en 1,6% naar Rusland.

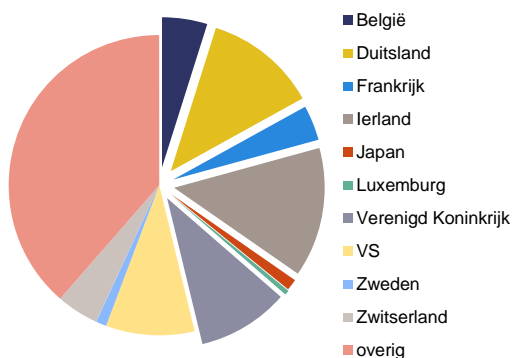
Graph 3.6: Export van goederen (marktaandeel)



De geografische bestemming van de bruto invoer en uitvoer van diensten wijkt hier enigszins van af (grafieken 3.7 en 3.8). Ongeveer de helft van alle geregistreerde directe invoer van diensten is afkomstig van andere EU-lidstaten, met name het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk. De belangrijkste invoermarkten buiten de EU zijn de VS, het Britse overzeese gebied Bermuda en Zwitserland. Het gezamenlijke aandeel van de diensteninvoer uit Zuid-Europese landen (Spanje, Italië, Portugal en Griekenland)

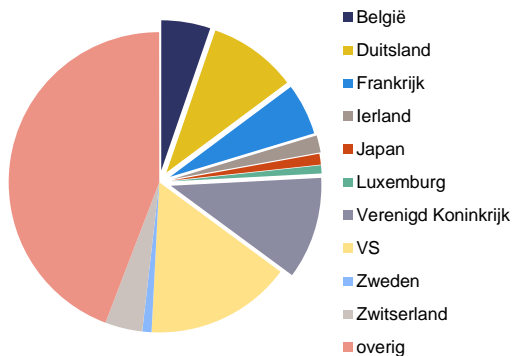
bedraagt slechts 6,3% van het totaal. De uitvoer van diensten is sterker toegespitst op de EU, met Ierland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk als voornaamste uitvoermarkten.

Grafiek 3.7 : Export van goederen (marktaandeel)



Bron: CBS

Grafiek 3.8 : Import van goederen (marktaandeel)



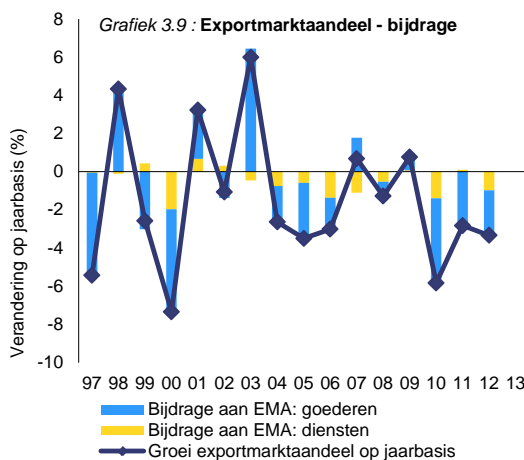
Bron: CBS

Nederland heeft zijn positie als knooppunt voor de goederenhandel gebruikt om een deel van de uit deze handel voortvloeiende winst op te strijken. Kennelijk slaagt Nederland erin aan deze handel, die meer is dan louter doorvoer, toegevoegde waarde te onttrekken. Dit verklaart ten dele de groeiende positieve bijdrage van de dienstenhandel aan het overschot. Op grond van de bruto handelsstromen kunnen de eerste plaats van oorsprong en de uiteindelijke bestemming van de goederen- of dienstenhandel echter niet worden getraceerd. Om dat te kunnen doen, en de handelsbetrekkingen via mondiale waardeketens volledig in kaart te brengen, zou de input-

outputstructuur van de economie in aanmerking moeten worden genomen. Bovendien maken de beschikbare gegevens geen onderscheid tussen in het binnenland geproduceerde goederen en wederinvoer.

De exportmarkten hebben de afgelopen jaren onder druk gestaan (grafiek 3.9), maar deze ontwikkeling komt overeen met die in andere ontwikkelde economieën die marktaandeel hebben verloren ten gunste van opkomende economieën.

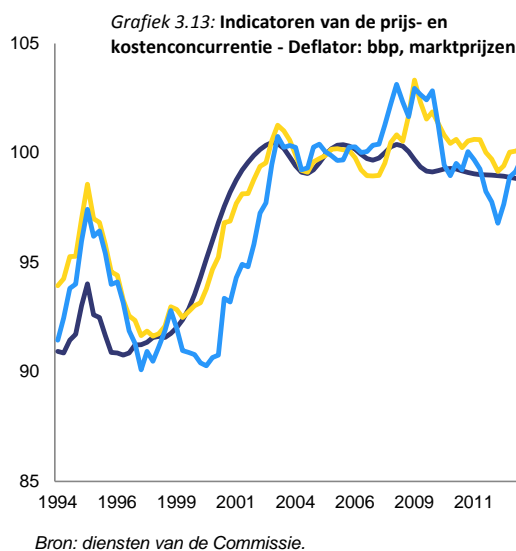
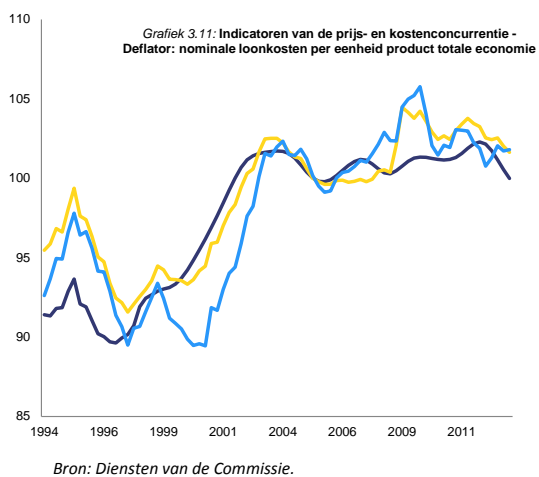
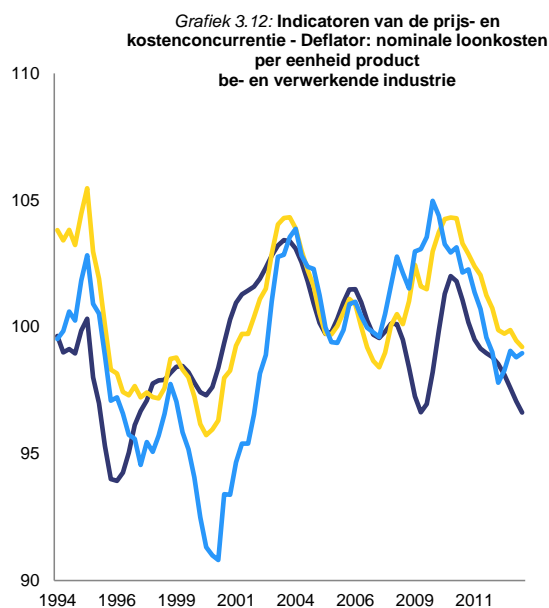
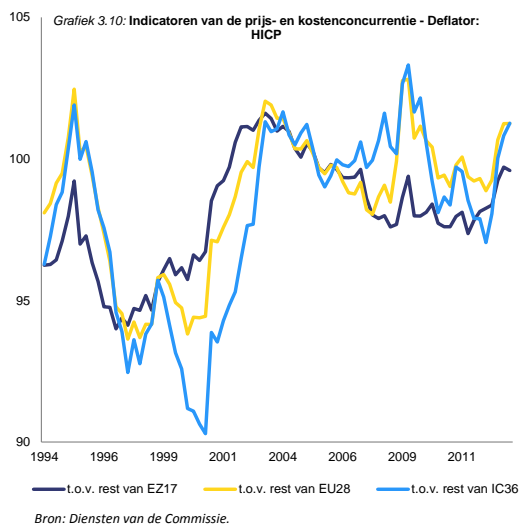
Grafiek 3.9 : Exportmarktaandeel - bijdrage



Bron: Eurostat.

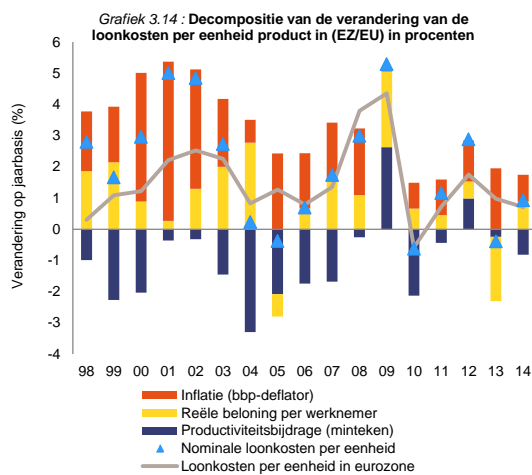
Ontwikkeling van het concurrentievermogen

Uit de indicatoren voor prijs- en kostenconcurrentie blijkt, dat de concurrentiepositie tussen 1997 en 2002 licht achteruit is gegaan, en sindsdien is gestabiliseerd. De standaardindicatoren wijzen niet uit dat concurrentiebevorderende maatregelen in de afgelopen tien jaar een erg belangrijke rol hebben gespeeld (grafieken 3.10 tot en met 3.13).



Tot het begin van de jaren tachtig stegen de arbeidskosten per eenheid in Nederland sneller dan in de voornaamste concurrerende landen. Dit leidde tot een achteruitgang van de winstgevendheid en het concurrentievermogen, waarop een lange periode van loonmatiging volgde. In de periode van 1980 tot 1999 stegen de arbeidskosten per eenheid in Nederland slechts met ongeveer 26% tegen 67% in België, 42% in Duitsland en 78% in Frankrijk. Tussen 2000 en

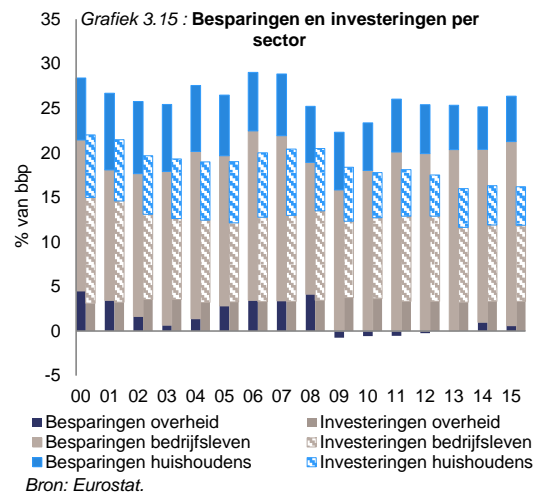
2010 stegen de arbeidskosten per eenheid in Nederland grosso modo met 24%, wat iets meer is dan de stijging met 22,5% in Frankrijk en België maar veel meer dan de toename in Duitsland met 4% over dezelfde periode. Sinds 2011 zijn de nominale arbeidskosten per eenheid matig gestegen, evenals de reële beloning per werknemer (grafiek 3.14).



Bron: Ameco.

3.1.2. Binnenlandse besparingen en investeringen

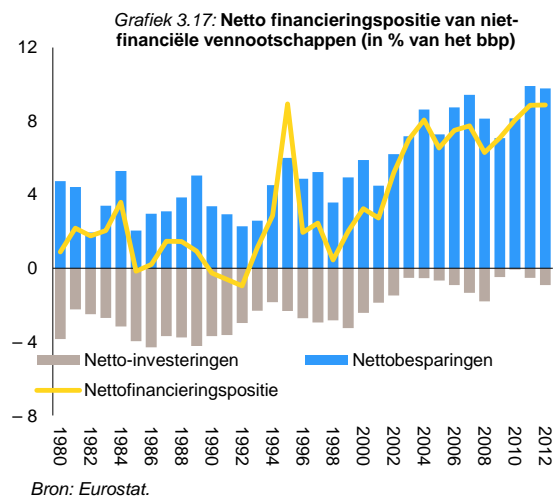
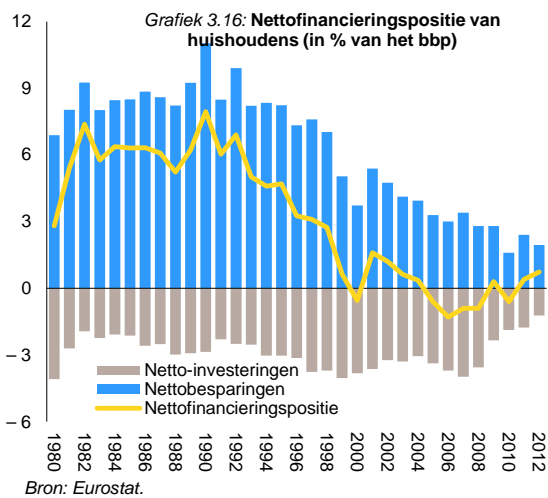
Het saldo van de lopende rekening weerspiegelt uiteindelijk het resultaat van besparings- en investeringsbesluiten van de binnenlandse sectoren. De opvallendste ontwikkeling in de sectorale uitsplitsing van het saldo van de Nederlandse lopende rekening (grafiek 3.15) is dat vanaf het einde van de jaren '90 een verschuiving heeft plaatsgevonden van een fors spaaroverschot bij de huishoudens naar een spaaroverschot bij de niet-financiële vennootschappen. Een belangrijke verklaring voor deze omslag is dat de huishoudens zich dieper in de schulden hebben gestoken, waarbij een en ander voornamelijk verband houdt met trends op de huizen- en de hypotheekmarkt. Over het algemeen komt het leeuwendeel van de besparings- en investeringssaldi op sectoraal niveau die het overschot op de lopende rekening bepalen, momenteel voor rekening van het bedrijfsleven.



Huishoudens

Vele decennia lang hadden de Nederlandse huishoudens een aanzienlijk spaaroverschot (grafiek 3.16). Traditioneel waren de nettospaargelden van huishoudens vrijwel geheel ondergebracht bij de pensioenfondsen, die het in de bedrijfspensioenregelingen van de tweede pijler gecumuleerde vermogen beheren. De groeiende schuldenlast en schuldendienst van de huishoudens, met name in verband met hypotheekschulden, heeft echter een verschuiving van dit patroon teweeggebracht. Dat leidde tot een trendmatige daling van het spaaroverschot. Sinds 2002 liggen de totale spaargelden van de Nederlandse huishoudens beneden het gemiddelde van de eurozone⁽⁸⁾. Vanaf 2005 is het vorderingenoverschot van de huishoudens zelfs omgeslagen in een tekort, maar sinds 2011 is er weer een klein overschot. Sinds het uitbreken van de crisis is het besteedbare inkomen van de huishoudens afgeremd door verhoging van pensioenpremies, belastingen en sociale bijdragen, in combinatie met matige loonsverhogingen.

⁽⁸⁾ In 2011 bedroegen de brutobesparingen van de huishoudens in Nederland 11,6%, tegen 16,5% in Duitsland, 13,1% in de eurozone en 11,0% in de EU27.



Niet-financiële vennootschappen

Bij de niet-financiële vennootschappen zien we een aanhoudend spaaroverschot (grafiek 3.17). Vanaf eind jaren '90 nam het overschot van de brutobesparingen ten opzichte van de bruto-investeringen in vaste activa toe als gevolg van een ruwweg even grote stijging van de brutobesparingen en een daling van de bruto-investeringen in vaste activa. Sinds 1998 kent de niet-financiële sector een toenemend spaaroverschot, wat de belangrijkste factor is voor het totale overschot op de lopende rekening. De besparingen van het bedrijfsleven zijn hoger dan in de overige overschotlanden, terwijl de binnenlandse investeringen op een goeddeels vergelijkbaar niveau staan en de laatste jaren dalen, met name in de bouw. De investeringen in de woningbouw zijn tot een zeer laag peil gedaald als gevolg van de omslag op de huizenmarkt.

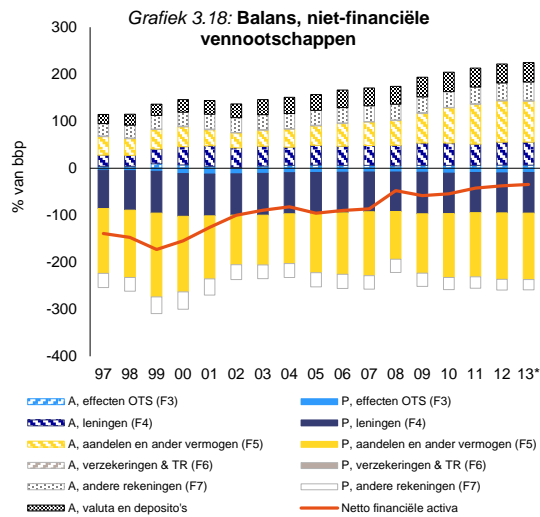
De zwakke investeringen kunnen ten dele het gevolg zijn van een focus op kapitaalbesparingen in verband met nieuwe technologieën. De teleurstellende

bedrijfsinvesteringen van de laatste jaren zijn deels ook te wijten aan conjuncturele slapte. Daarnaast kan er in enige mate sprake zijn geweest van een vervanging van binnenlandse investeringen door directe investeringen en beleggingen in het buitenland. Niet-financiële vennootschappen hebben immers van directe investeringen gebruik gemaakt om nieuwe markten aan te boren of efficiencywinst te behalen door de waardeketens te verleggen. Het is echter onwaarschijnlijk dat het hier om een volledige afruil ging.

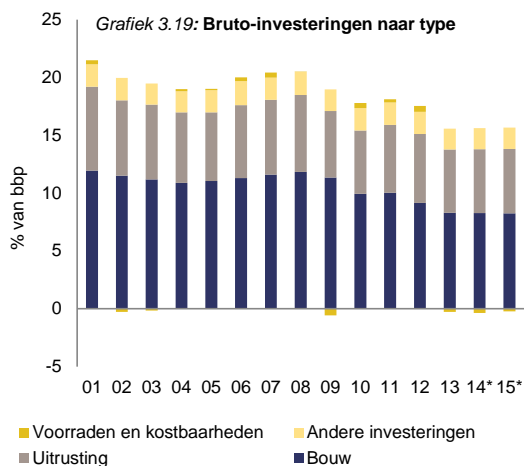
Het is onduidelijk in welke mate er bij de buitenlandse kapitaalstromen sprake is van "round-tripping". De gegevens over buitenlandse

directe investeringen worden immers beïnvloed door specifieke transacties die doorgaans via bedrijfsinterne kanalen verlopen. Dergelijke bedrijfsinterne transfers leiden vaak tot winstverschuivingen tussen landen. Een deel van de bruto buitenlandse directe investeringen is daarom waarschijnlijk een gevolg van het feit dat multinationale ondernemingen sterk aanwezig zijn in Nederland. Het gemeten *netto*-effect van uitgaande buitenlandse directe investeringen op de betalingsbalans is gelijk aan de som van alle positieve stromen die verband houden met de BDI-uitstroom, hoofdzakelijk bestaande uit gepatrieerde winsten, dividenden en rente (op de inkomstenrekening) en netto-ontvangsten uit

royalty's en licentierechten (op de dienstenrekening), minus de BDI-uitstroom.



Bron: Eurostat. Aantekening: * Raming op basis van kwartaalgegevens.

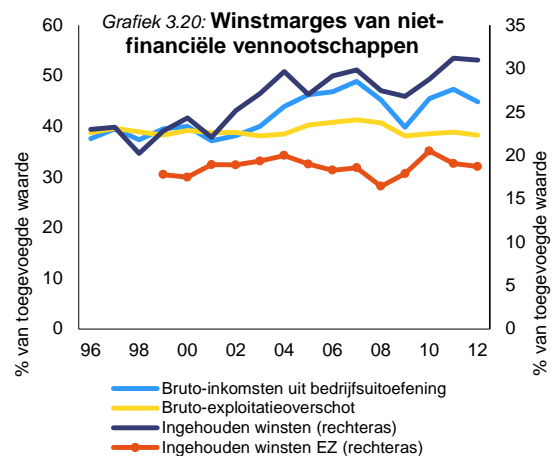


Bron: AMECO, Eurostat.

De omvangrijke besparingen van het bedrijfsleven weerspiegelen het groeiende winstaandeel en houden waarschijnlijk deels verband met hogere winsten uit buitenlandse activiteiten. De Nederlandse multinationale ondernemingen dragen in hoge mate bij aan het in de officiële gegevens geregistreerde overschot op de Nederlandse lopende rekening omdat een deel van hun winsten niet als inkomsten aan buitenlandse beleggers wordt uitgekeerd, maar wordt ingehouden en geherinveest, zodat de gemeten bedrijfsbesparingen worden opgestuwd. De winsten (zowel uitgekeerde als niet-uitgekeerde winsten of geherinveestde winsten) die in het

buitenland via buitenlandse dochterondernemingen worden gemaakt, tellen mee als inkomsten voor Nederland⁽⁹⁾.

Het is mogelijk dat dit een zeker opstuwend effect heeft op het geregistreerde saldo van de lopende rekening. De precieze omvang van dit effect is echter moeilijk in te schatten. Grafiek 3.20 laat zien dat de winsten van Nederlandse (multinationale) ondernemingen ver boven het EU-gemiddelde liggen, met name de ingehouden winsten. Nederland is relatief gevoelig voor dit effect (de Nederlandse aandelen in buitenlandse handen beliepen in 2011 55% van het bbp, tegen slechts 20% in Duitsland en 15% in de Verenigde Staten). De Nederlandse pensioenfondsen, die het leeuwendeel van de belangen van Nederlandse aandeelhouders in buitenlandse ondernemingen voor hun rekening nemen, compenseren dit opstuwende effect slechts ten dele, aangezien uitgekeerde dividenden als inkomsten voor Nederland gelden⁽¹⁰⁾.



Bron: Eurostat.

Arbeidsmarktregelingen

Loonontwikkelingen en loonvormingsinstellingen zijn een belangrijke

⁽⁹⁾ Winstuitkeringen op BDI omvatten niet alleen betalingen van inkomsten uit directe investeringen in de vorm van dividend op aandelen, filiaalwinsten en geherinveestde winsten, maar ook van inkomsten uit schulden tussen ondernemingen onderling (rente). Deze winsten hangen deels samen met fysieke goederen, maar deels ook met bijvoorbeeld royalty's op intellectuele eigendom, die gemakkelijker naar een belastingparadijs zijn weg te sluisen.

⁽¹⁰⁾ De Nederlandsche Bank (2013c).

determinator van de inkomsten van huishoudens. Huishoudens gebruiken hun inkomsten om uitgaven te doen, belasting en/of sociale bijdragen te betalen, schulden af te bouwen en/of het aandeel van voor hun pensioenen bestemde besparingen te veranderen. Deze bijdrage kan slechts een eerste schatting geven van de loon- en inkomensontwikkelingen voor huishoudens en de mogelijke verdere gevolgen voor het concurrentievermogen, de sectorale balanspositie en de factoren die bepalend zijn voor groei. Allereerst moet worden benadrukt dat het zeer moeilijk is om kwantitatieve of kwalitatieve benchmarks te geven om te bepalen wat een evenwichtige en optimale ontwikkeling is van arbeidsbeloning, belastingen en winsten. Het resultaat wordt ook bepaald door feedbackeffecten van de conjunctuur, overwegingen betreffende dynamische efficiëntie, mondiale factoren die het concurrentievermogen beïnvloeden en technologische innovatie.

Historisch zijn de sociale partners volledig verantwoordelijk voor loonovereenkomsten en de centrale sturing van collectieve sectorale arbeidsovereenkomsten. De onderhandelingen over de circa 700 collectieve arbeidsovereenkomsten zijn sterk geformaliseerd en beginnen op een centraal niveau. De sociale partners komen bijeen in de Stichting van de Arbeid om centrale afspraken te maken en algemene richtsnoeren vast te stellen voor de sectorale onderhandelingen. Het resultaat kan dan voor een hele sector of bedrijfstak verbindend worden verklaard.

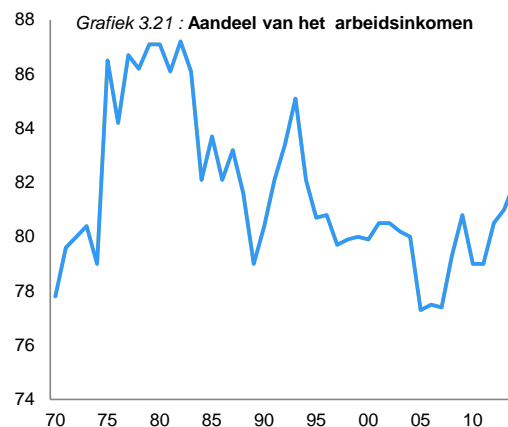
Nederland voert vanaf het begin van de jaren '80 een loonmatigingsstrategie, nadat de werkgevers- en werknemersorganisaties in 1982 het akkoord van Wassenaar hadden gesloten. Het akkoord hield in dat de lonen zouden worden gematigd in ruil voor beleid om de werkloosheid en de inflatie te bestrijden, zoals arbeidstijdverkorting en een uitbreiding van deeltijdwerk.

De loonontwikkelingen van de laatste jaren zijn door andere factoren beïnvloed, maar ook institutioneel vastgelegde tendensen kunnen tot geaggregeerde loonmatiging leiden. Door de laagconjunctuur in de nasleep van de crisis moesten loonstijgingen bescheiden blijven, wat er in combinatie met de toenemende werkloosheid

toe leidde dat de bijdrage van het loon aan het huishoudelijke inkomen slechts weinig kon stijgen. De meerjarige nominale loonstop in de openbare sector kwam daar nog bovenop. Het effect werd versterkt door procyclische verhogingen van belastingen en pensioenpremies. Het resultaat was een daling van de reële lonen.

De wig tussen arbeidskosten en arbeidsinkomen

Het aandeel van het arbeidsinkomen in het bbp⁽¹⁾ blijft al sinds medio jaren '80 ruwweg constant, ondanks de conjuncturele schommelingen (grafiek 3.21) die op het eerste gezicht lijken aan te geven dat de loonontwikkelingen grotendeels gelijk opgaan met de geaggregeerde productiviteitsontwikkelingen. Zoals opgemerkt, wordt dit bevestigd in een evaluatie op basis van de standaardindicatoren voor prijs- en kostenconcurrentievermogen.



Bron: Centraal Planbureau.

Niettemin is het aandeel in het bbp van het beschikbare inkomen van huishoudens de afgelopen twintig jaar aanzienlijk gedaald. Terwijl het beschikbare inkomen in 1992 nog 54% van het bbp bedroeg, was dat aandeel in 2012 al tot minder dan 45% gedaald⁽²⁾. De groei van het beschikbare inkomen blijft in Nederland al twee decennia achter bij de groei van het bbp. Dit is tot op zekere hoogte het tegengestelde van wat we zien bij de niet-financiële vennootschappen, die

⁽¹⁾ Gedefinieerd als de beloning van werknemers (lonen, salarissen en sociale bijdragen van werkgevers) over de bruto toegevoegde waarde tegen basisprijzen.

⁽²⁾ De Nederlandsche Bank (2013b).

wat hun inkomensaandeel betreft een aanzienlijke stijging te zien geven. Als een deel van de overschotten van het bedrijfsleven volledig was uitgekeerd als dividend, had het beschikbare inkomen van de huishoudens en andere aandeelhouders hoger kunnen zijn.

Een toenemend deel van het in het land verdiende inkomen vindt op een andere manier zijn weg naar de huishoudens. Hogere pensioenbijdragen spelen een rol, hoewel die uiteraard ook uiteindelijk ten goede komen aan de huishoudens. Ook de overheid heeft een groter inkomensaandeel dan twintig jaar, dat met name wordt besteed aan hogere individuele consumptieve overheidsuitgaven. De goederen en diensten waarom het hier gaat, zoals onderwijs en gezondheidszorg, worden collectief gefinancierd. De individuele consumptieve bestedingen van de overheid bedroegen in 1992 zo'n 12,5% van het bbp, maar waren in 2012 gegroeid tot 17,5% van het bbp. Dat was vooral het gevolg van de scherpe stijging van de collectieve zorguitgaven na de eeuwwisseling⁽¹³⁾. De pensioenbijdragen van werkgevers en werknemers zijn in vijftien jaar tijd verdubbeld van 3% tot 6% van het bbp.

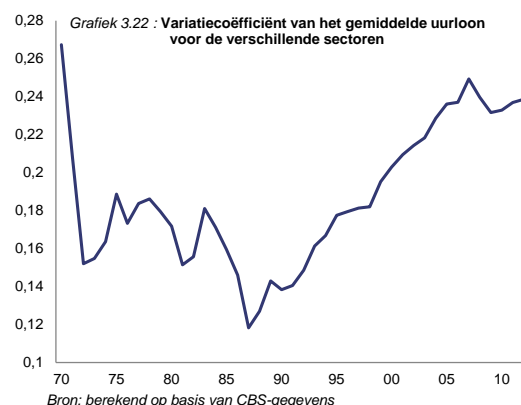
Sinds het uitbreken van de crisis staat de stijging van het beschikbare inkomen van huishoudens onder druk, wat de koopkracht doet dalen. Dit was deels het gevolg van een stijging van belastingen, sociale bijdragen en pensioenpremies, en deels van loonmatiging. De socialezekerheidsbetalingen (van werkgevers en werknemers) bedroegen in 2009 iets meer dan 45% van het totale bruto-inkomen van de huishoudens, maar waren in 2012 gestegen tot bijna 50%⁽¹⁴⁾. Het dalende inkomen van zelfstandigen, de toenemende werkloosheid, de stijgende energieprijzen en negatieve vermogenseffecten droegen ook bij tot verhoging van de druk. De pressie op de balans van de huishoudens als gevolg van schuldaufbouw kan het beschikbare inkomen van de huishoudens in de nabije toekomst blijven drukken.

⁽¹³⁾ De Nederlandsche Bank (2013b).

⁽¹⁴⁾ Centraal Planbureau (2013).

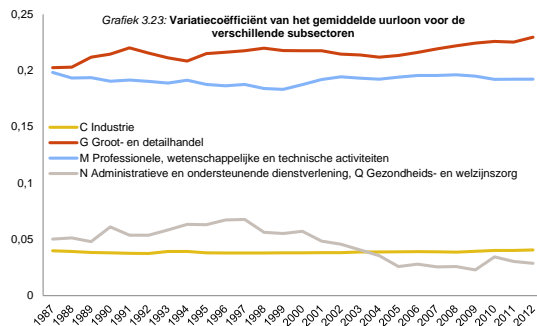
Patronen van loondifferentiatie

De loonkosten hebben zich al met al evenredig aan de bruto toegevoegde waarde ontwikkeld, en de loondifferentiatie is sinds medio jaren '80 iets groter geworden. De variatiecoëfficiënt van het gemiddelde uurloon voor een aantal belangrijke economische bedrijfstakken (gestandaardiseerd volgens het gemiddelde uurloon voor de hele economie) is gestegen sinds ongeveer 1987, toen die coëfficiënt het laagste peil sinds 1969 had bereikt (grafiek 3.22). De algemene loonspreidingsgraad lijkt echter tamelijk laag te zijn gebleven. Dit is een ruwe maatstaf voor loonspreiding, aangezien het uurloon wordt beïnvloed door bijvoorbeeld collectieve arbeidsovereenkomsten, de structuur van de bedrijfstak, de vereiste vaardigheden en het aandeel van deeltijdwerk, en veranderingen in het aandeel van zelfstandigen. De bescheiden tendens naar een grotere spreiding lijkt sinds het uitbreken van de mondiale financiële crisis te zijn afgevlakt.



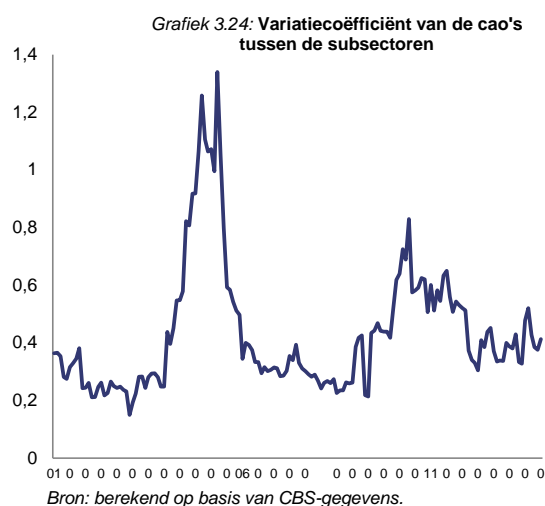
Er is slechts weinig loonspreiding over subsectoren. De variatiecoëfficiënt tussen subsectoren binnen de belangrijkste bedrijfstakken is sinds 1987 tamelijk stabiel gebleven (zie grafiek 3.23⁽¹⁵⁾). Aangezien de variatie van de gemiddelde lonen binnen subsectoren vrijwel constant lijkt te zijn gebleven, duidt dit erop dat de variatie tussen de belangrijkste bedrijfstakken de belangrijkste oorzaak is van de al met al nog bescheiden stijging van de loondifferentiatie, zoals in grafiek 3.23 afgebeeld.

⁽¹⁵⁾ In de getoonde subsectoren is om en nabij 60% van de beroepsbevolking werkzaam.



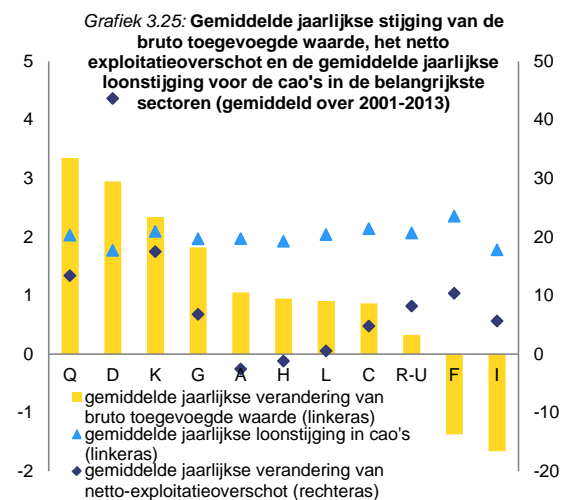
Bron: berekend op basis van CBS-gegevens

Het is opvallend dat de loonstijging voor de verschillende subsectoren weinig uiteenloopt. Hoewel de sociale partners binnen het huidige institutionele kader een grote vrijheid hebben om over collectieve arbeidsovereenkomsten te onderhandelen, lijkt het erop dat zij die ruimte niet volledig benutten om loonsverhogingen af te spreken met een grotere productiviteits- en winstgevendheidsdifferentiatie tussen subsectoren (bedrijfstakken met een lager aggregatieniveau) of zelfs grote ondernemingen. Veranderingen van de uurlonen worden in hoge mate bepaald door de collectieve arbeidsovereenkomsten, waarvan er momenteel circa 700 zijn, die voor om en nabij 80% van de beroepsbevolking gelden. Deze collectieve overeenkomsten zijn vaak juridisch bindend binnen de bedrijfstakken waarvoor zij zijn gesloten. De gestandaardiseerde variatie van loonstijgingen tussen subsectoren heeft de laatste jaren enkele malen gepiekt, maar heeft de neiging om terug te keren tot een niveau dat sinds het begin van de eeuw relatief stabiel is gebleven (grafiek 3.24).



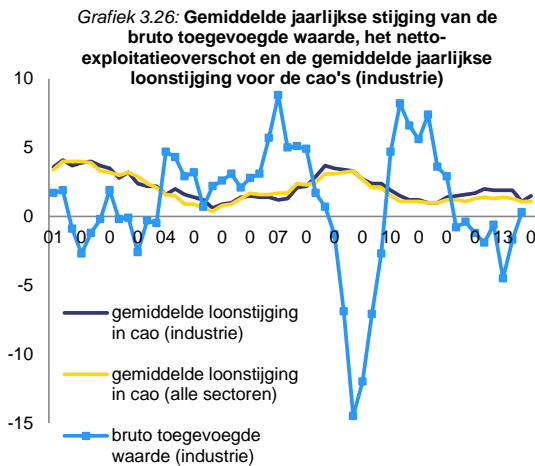
Bron: berekend op basis van CBS-gegevens.

De huidige geringe variatie tussen de cao's contrasteert met de geconstateerde substantiële verschillen in productiviteitsstijging tussen de bedrijfstakken. Grafiek 3.25 laat zien dat de afgesproken gemiddelde jaarlijkse loonsverhogingen in alle bedrijfstakken ca. 2% bedroegen⁽¹⁶⁾, ondanks dat er aanzienlijke verschillen waren in bruto toegevoegde waarde en netto-exploitatietoetschot. Deze constatering houdt ook stand als de relatie in de loop van de tijd wordt bekeken. Grafiek 3.26 toont dezelfde variabelen voor de industrie vanaf 2001. De loonstijgingen die voor de diverse bedrijfstakken werden afgesproken, lagen dicht in de buurt van de wettelijke loonstijgingen, die nauwelijks op de conjuncturele positie van de economie lijken te reageren, rekening houdend met de gebruikelijke vertraging.



Bron: berekend op basis van CBS-gegevens

⁽¹⁶⁾ Q: Gezondheids- en welzijnzorg; D: Elektriciteits- en aardgasvoorziening; K: Financiële instellingen; G: Groot- en detailhandel; A: Landbouw, bosbouw en visserij; H: Vervoer en opslag; L: Verhuur van en handel in onroerend goed; C: Industrie; R-U: Cultuur, recreatie, andere diensten; F: Bouwnijverheid; I: Logies-, maaltijd- en drankverstreking.



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek

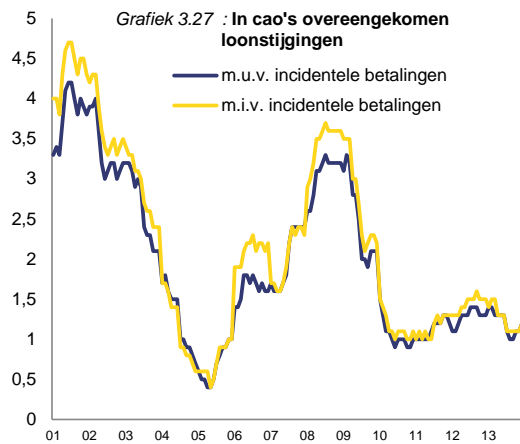
Een van de redenen voor de sterke correlatie tussen de voor verschillende bedrijfstakken collectief overeengekomen lonen is dat met de huidige regelingen loonmutaties binnen sectoren of bedrijfstakken vaak worden gecompenseerd als gevolg van het verbindende karakter van de cao's. Dit vermindert de mogelijkheden voor loondifferentiatie tussen ondernemingen binnen eenzelfde sector. Momenteel geldt een algemeen verbindende bedrijfstak-cao voor circa 13% van de werknemers van wie de werkgever niet direct is betrokken bij de loononderhandelingen tussen de sociale partners. Dat percentage is aanzienlijk hoger voor werknemers buiten de overheidssector en de aan de overheid gerelateerde sectoren, zoals het onderwijs en de zorg. In de landbouw betreft het bijvoorbeeld 28,7% van de werknemers, in de bouwsector 26,1%, in de sector vervoer en communicatie 22,5% en in de zakelijke dienstverlening 19,7%⁽¹⁷⁾.

Als loonstijgingen sterker worden gedifferentieerd tussen bedrijven en bedrijfstakken en nauwer aansluiten bij stijgingen van de productiviteit, zou een krachtiger stimulus kunnen worden gegeven voor herverdeling van de productiefactoren en daarmee de algehele efficiëntie van de productie kunnen worden verbeterd. Door gebruik te maken van mogelijkheden op het gebied van loondifferentiatie, zodat de lonen gelijkere tred houden met de productiviteit, zou de koopkracht van huishoudens op meer gedifferentieerde wijze

kunnen worden ondersteund, zonder de levensvatbaarheid of het concurrentievermogen van bedrijven in gevaar te brengen. Bij een dergelijke aanpak moet uiteraard voldoende rekening worden gehouden met de situatie waarin ondernemingen verkeren wat hun winstgevendheid en kapitaalbuffers betreft. De aanpak dient dus werkelijk gedecentraliseerd te zijn. Mogelijk heeft de in Nederland diepgewortelde en geïnstitutionaliseerde neiging tot loonmatiging een onbedoeld geaggregeerd gevolg gehad in de nasleep van de crisis, waardoor de huishoudens minder steun ondervonden van het arbeidsinkomen dan anders het geval zou zijn geweest. Gezien de hoge mate van schuldaufbouw zou dat niet betekenen dat de particuliere consumptie veel hoger zou zijn geweest. Ook impliceert dit niet dat de arbeidskosten niet conjunctuurgevoelig zouden zijn. Dat is namelijk wel degelijk het geval (zie hierna). Een ongedifferentieerde loonmaatregel zou de werkgelegenheid negatief kunnen beïnvloeden en de levensvatbaarheid van ondernemingen in kwetsbare bedrijfstakken kunnen verzwakken. In een klimaat van aanhoudende economische neergang zou een meer robuuste inkomensontwikkeling voor de huishoudens echter de binnenlandse vraag kunnen helpen ondersteunen.

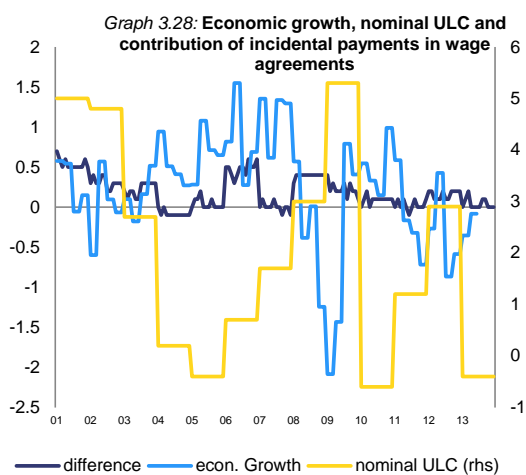
Op geaggregeerd niveau is de arbeidsbeloning gevoelig voor de conjunctuur. De flexibele onderdelen van de beloning zorgen voor een iets hogere mate van loondifferentiatie. Cao's voorzien vaak in incidentele of discretionaire toeslagen, vaak gekoppeld aan collectieve of individuele prestaties. In 2012 was in zo'n 30% van de cao's die mogelijkheid opgenomen. In de meeste cao's wordt ook voorzien in aanvullende of eenmalige betalingen die gekoppeld zijn aan individuele (of enigszins collectieve) prestaties. Dergelijke regelingen gelden voor zo'n 15% van alle werknemers. Al met al reageren voor de hele economie overeengekomen loonstijgingen heel goed op de conjunctuur, ondanks de geringe loonspreiding, zoals uit grafiek 3.27 blijkt. Incidentele betalingen maken 10% van de totale loonstijgingen uit. De cijfers lijken te wijzen op een procyclische correlatie met de geaggregeerde loonstijgingen, hoewel het algehele effect van de incidentele looncomponenten vrij gering is.

⁽¹⁷⁾ Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2013).



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek

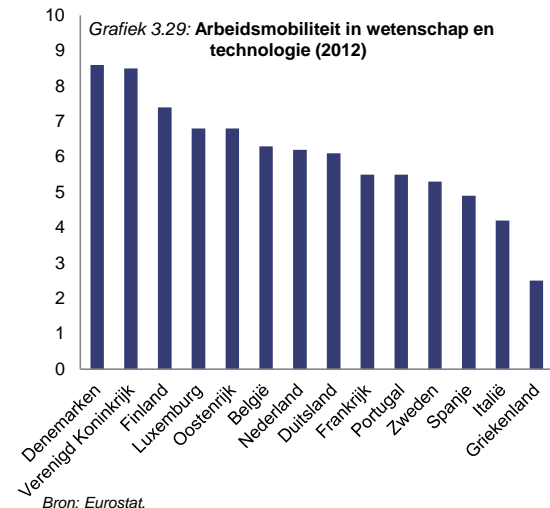
Het voorkomen van incidentele betalingen correleert enigszins met de nominale loonkosten per eenheid product (grafiek 3.28). Als de loonkosten per eenheid product stijgen, gaan ook de incidentele betalingen doorgaans omhoog. Dat komt doordat meestal is afgesproken dat de incidentele betalingen 5 tot 10% van de overeengekomen loonstijging bedragen. De omvang van de incidentele betalingen is sinds 2001 stabiel.



Source: Statistics Netherlands.

Het is moeilijker om vast te stellen of sterkere differentiëring van de loonvorming ook de totale productiviteit van de Nederlandse economie zal verhogen, doordat menselijk kapitaal sneller kan worden ingezet in meer productieve sectoren. De arbeidsmobiliteit van hooggeschoolde werknemers in wetenschap en

technologie bedraagt in Nederland momenteel niet meer dan het EU15-gemiddelde (grafiek 3.29).



Bron: Eurostat.

Vooruitzichten voor de middellange termijn

Sinds het uitbreken van de crisis is het overschot op de lopende rekening door conjuncturele factoren opgestuwd. De zwakke binnenlandse vraag is een bijzonder kenmerk van de Nederlandse economie dat een opwaartse invloed heeft uitgeoefend op het nominale overschot op de lopende rekening. Dit effect zou moeten afnemen als het herstel inzet. In overeenstemming hiermee wordt het conjunctuurgezuiverde overschot op de lopende rekening geraamd op veel minder dan de waargenomen waarde (zie grafiek 2.3 in hoofdstuk 2).

De druk om schulden af te bouwen, belemmert aanpassing van het saldo van de lopende rekening. De schuldafbouw die tegelijkertijd plaatsvindt in de financiële en de niet-financiële sectoren en in de huishoudens zet op korte termijn, in combinatie met de bezuinigingen, de binnenlandse vraag onder druk en stuwt de besparingen in de loop van het aanpassingsproces op. Gezien de omvang van de sector en het effect van de nieuwe regelgeving bouwen de banken momenteel hun schulden deels af om aan de strengere kapitaalvereisten te kunnen voldoen. De schuldafbouwstrategieën van de overheid zijn erop gericht de houdbaarheid van de begroting te verzekeren. De niet-financiële vennootschappen bouwen al enkele jaren hun schulden af door met

name hun binnenlandse investeringen te verminderen. De balans van deze vennootschappen laat zien dat hun vermogenspositie de afgelopen decennia is versterkt, met name door verhoging van het bezit van aandelen en andere vermogenseffecten (grafiek 3.18).

Op de middellange tot lange termijn zal het overschot op de lopende rekening naar verwachting aanzienlijk verminderen door normalisatie van de conjuncturele positie van de economie, demografische veranderingen, vermindering van de druk om schulden af te bouwen en slinkende aardgasvoorraden. Gezien de demografische veranderingen die nu plaatsvinden, zoals de vergrijzing, zullen de pensioenfondsen waarschijnlijk grotere netto-uitbetalingen tegemoet moeten zien, wat waarschijnlijk zal leiden tot een geringere vermogensaanwas. Aangezien internationale activa sterk vertegenwoordigd zijn in de portefeuilles van de Nederlandse pensioenfondsen, zal dat het overschot op de lopende rekening waarschijnlijk doen verminderen. Vanuit dit perspectief is het Nederlandse overschot op de lopende rekening deels een poging om de latere welvaart te vergroten door de activiteiten van de pensioenfondsen. Ook de teruglopende netto-uitvoer van aardgas zal op langere termijn wellicht tot een aanpassing van de lopende rekening leiden.

Niettemin zal Nederland de komende jaren zeer waarschijnlijk een aanzienlijk overschot op de lopende rekening blijven houden. Dit kan meehelpen om het land voor te bereiden op de demografische veranderingen die het momenteel ondergaat. Het feit dat de huishoudens hun brutoschuldpositie actief verminderen, is eveneens een welkome ontwikkeling. Het is onwaarschijnlijk dat het overschot tot directe macrofinanciële stabiliteitsrisico's leidt.

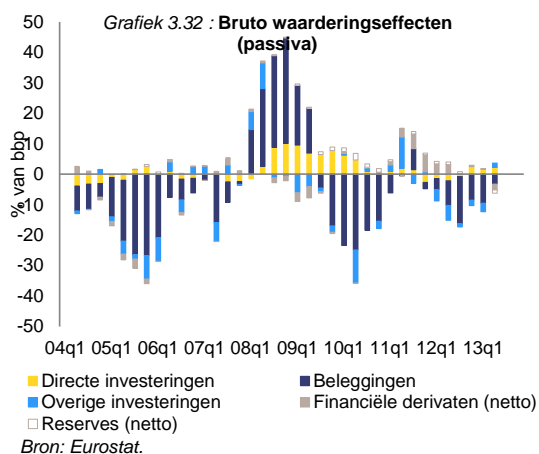
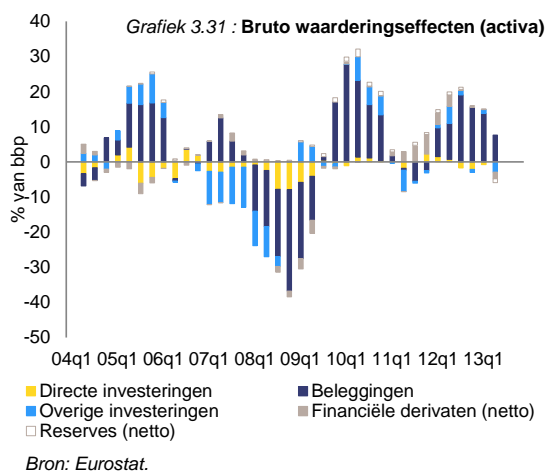
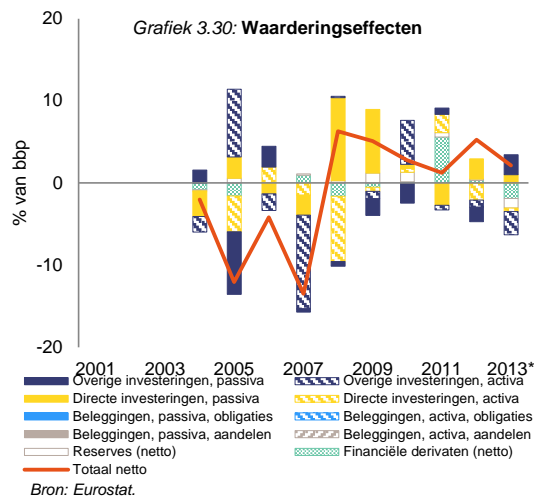
Aanpassing van de institutionele factoren die van invloed zijn op besparingen en uitgaven zou een vermindering van het structurele deel van het overschot kunnen ondersteunen. Door spaargelden te mobiliseren, zouden bijvoorbeeld de uitgaven kunnen worden ondersteund. Een andere optie is de mogelijkheden voor loondifferentiatie te vergroten. Hoewel de totale arbeidskosten in overeenstemming lijken te zijn met de basisvoorwaarden en het algemene concurrentievermogen van de Nederlandse

economie niet aanmerkelijk lijken te hebben gewijzigd, zou een hogere mate van loondifferentiatie kunnen bijdragen tot vermindering van het spaaroverschot van het bedrijfsleven en ondersteuning van investeringen in menselijk kapitaal, en tot op zekere hoogte ook de koopkracht van de huishoudens kunnen vergroten. Voor zover institutionele veranderingen ertoe kunnen bijdragen dat kapitaal wordt toebedeeld aan dynamischer sectoren, kan dit ook het groeipotentieel van de Nederlandse economie versterken.

Internationale netto-investeringspositie

Ondanks een aanhoudend overschot op de lopende rekening is de internationale netto-investeringspositie (NIIP) van Nederland lange tijd relatief zwak gebleven, mede als gevolg van waarderingseffecten. De ontwikkeling van de NIIP is sterk beïnvloed door de structuur van de portefeuille. Nederland heeft een zeer positieve nettopositie op het gebied van directe investeringen en een zeer negatieve positie op het gebied van beleggingen/schuldbewijzen. De waardering van deze soorten activa is in verschillende mate gevoelig voor de conjunctuur en heeft zich sinds het uitbreken van de crisis ook in verschillende richtingen ontwikkeld; dit heeft er per saldo toe geleid dat de NIIP de laatste jaren verder is versterkt, bovenop de gerealiseerde externe overschotten.

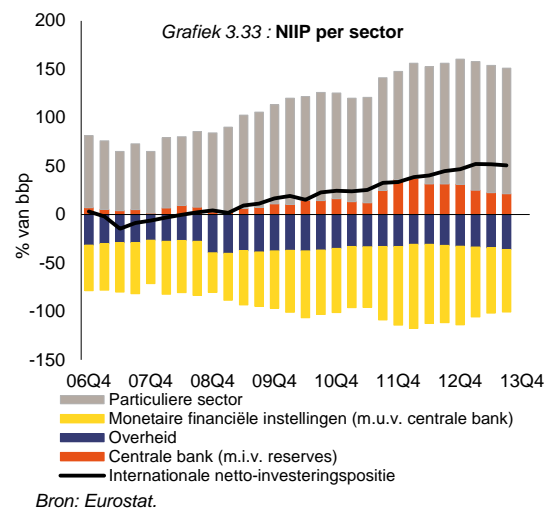
Schommelingen van de activaprijzen beïnvloeden de waardering van zowel activa als passiva (zie grafieken 3.30, 3.31 en 3.32). De gevolgen van de waarderingseffecten worden steeds belangrijker, omdat de brutostanden van de activa en passiva de laatste decennia ten opzichte van het bbp zijn gestegen. Met name uitgaande directe buitenlandse investeringen vertonen sterkere negatieve waarderingseffecten dan inkomende directe investeringen.



De hoge reële nettopositie van de internationale directe investeringen is deels het gevolg van bedrijfsinterne fiscale optimalisatie. De activiteit van bedrijven op het gebied van internationale

directe investeringen wordt gecompenseerd door een negatieve nettopositie voor andere investeringsvormen (bijvoorbeeld beleggingen). Binnenlandse aandelen en obligaties zijn voor een groot deel in het bezit van internationale beleggers.

De NIIP varieert sterk van sector tot sector (grafiek 3.33). De internationaal georiënteerde banksector heeft een sterk negatieve NIIP, die de internationale oriëntatie van de balans weerspiegelt. De Nederlandse centrale bank is daarentegen betrokken bij transacties die het functioneren van de financiële markten ondersteunen en heeft daarom activa opgebouwd die positief bijdragen tot de internationale vermogenspositie. Doordat de schulden de laatste jaren aanzienlijk zijn gestegen, levert de overheid een negatieve bijdrage aan de NIIP. De binnenlandse particuliere sector heeft een sterke en toenemend positieve internationale nettovermogenspositie, met name door de sterke balans van de huishoudens, terwijl de niet-financiële vennootschappen een negatieve NIIP hebben.

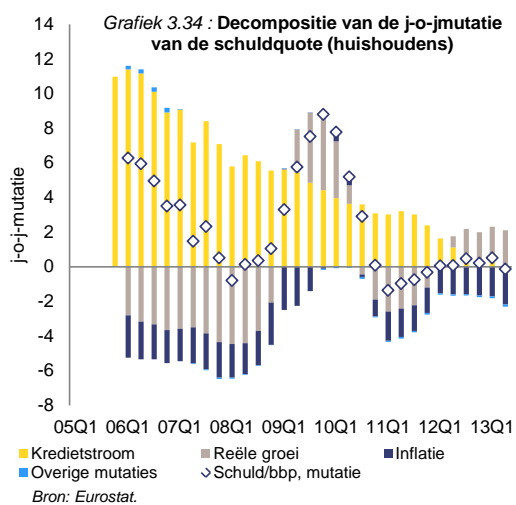


Het pensioenstelsel heeft tot een sterke nettovermogenspositie van de Nederlandse huishoudens geleid en beïnvloedt de financieringsstromen en het externe saldo. Zoals gezegd, bedragen de activa van de pensioenfondsen momenteel bijna 150% van het bbp. Meer dan 80% van deze activa wordt in het buitenland belegd, wat significante financiële stromen tot gevolg heeft. De institutionele kenmerken die aan de huidige portefeuille van

internationale activa en passiva ten grondslag liggen, veroorzaken financiële stromen die ook van invloed zijn op de lopende rekening.

3.2. ONTWIKKELINGEN OP DE WONINGMARKT EN SCHULD VAN DE HUISHOUDENS

Nederlandse huishoudens hebben een hoge totale hypotheekschuld. De schuldhefboom is echter, ondanks de economische krimp, sinds 2012 lichtjes gaan dalen. De reden daarvan is een vermindering van de nominale schuld van de huishoudens, die wordt veroorzaakt door de toegenomen hypotheekaflossingen. Omdat de economische groei vanaf 2014 naar verwachting weer positief zal zijn, kan op een uitgesprokener daling van de schuldquote van de huishoudens worden gerekend.



Diverse factoren hebben de afgelopen decennia

bijgedragen tot de opbouw van de schuldenlast van de huishoudens. Ten eerste de aansporing om hogere leningen aan te gaan, teneinde de ongelimiteerde hypotheekrenteafrek optimaal te benutten. Ten tweede de opkomst van financiële producten die de fiscale voordelen maximaliseren. De banken ontwikkelden instrumenten waarmee kredietnemers maximaal konden profiteren van de hypotheekrenteafrek, zoals aflossingsvrije hypotheecaire leningen waarbij de renteaftrek gedurende de gehele looptijd van de lening hoog bleef en de kredietnemers de aflossing van de hoofdsom konden uitstellen tot de vervaldatum van de lening.

Aflossingsvrije hypotheek en soortgelijke producten kenden vanaf de jaren '90 een enorme opgang. Ten derde de versoepeling van de normen voor kredietverstrekking. Met name vanaf de jaren '90 begonnen de banken bij het beoordelen van het leenvermogen rekening te houden met tweede inkomens. Daarnaast werden hoge loan-to-value (LTV)-ratio's van meer dan 100% mogelijk. Bijgevolg bestond in 2010 het overgrote deel (92%) van de uitstaande hypotheekleningen uit aflossingsvrije leningen. Ten vierde de starheid van de woningmarkt, mede als gevolg van regelgeving op het gebied van ruimtelijke ordening. Ten vijfde het bestaan van de nationale hypotheekgarantie (NHG), waardoor huishoudens nog sterker worden gestimuleerd om hoge hypotheekschulden aan te gaan, aangezien het wanbetalingsrisico voor een groot deel wordt afgewenteld op de garantieregeling, tegen betaling van een relatief lage premie. De overdracht van het kredietrisico spoorde banken bovendien aan om in het kader van de NHG relatief soepele acceptatiecriteria toe te passen voor (het gedeelte van) hypotheekleningen tot aan een bovengrens.

De lagere kapitaalvereisten voor door de NHG

Variabele	Tijd Mutatie	2009	2010	2011	2012	2012		2013		
						Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Nominale woningprijzenindex	Index (2010=100)	101,5	100,0	98,1	91,6	89,3	90,0	87,6	85,8	86,3
	Jaarlijks/j-o-j %	-4,4	-1,5	-1,9	-6,7	-8,9	-6,4	-7,0	-7,5	-3,3
Relatieve woningprijzen (consumptie gedefleerd)	Index (2010=100)	103,0	100,0	95,8	87,4	85,6	85,3	81,3	79,8	80,5
	Jaarlijks/j-o-j %	-3,9	-3,0	-4,2	-8,7	-10,8	-9,1	-9,8	-10,0	-5,9
Kredietstromen (nettokapitaaluitstroom)* (% van bbp)	Huishoudens	4,4	3,1	2,4	0,4	0,5	-0,4	-0,1	-0,5	.
	Bedrijven	1,9	-0,4	-1,1	-0,6	-1,4	.	1,3	0,2	.
Uitstaande schuld (nettokapitaaluitstroom)* (% van bbp)	Huishoudens	127,9	128,0	127,7	127,9	128,3	127,9	127,0	126,5	.
	Bedrijven	96,7	96,6	94,7	94,9	93,6	93,3	94,0	93,8	.
Bouwvergunningen	Index (2005=100)	119,2	100,2	91,5	61,3	67,3	66,9	36,3	42,2	39,3
	Jaarlijks/j-o-j %	-16,7	-15,9	-8,7	-33,0	-21,4	-36,2	-30,7	-27,8	-41,6
Investerings in vastgoed	Index (2005=100)	105,5	91,5	91,1	80,2	79,2	75,8	72,6	70,9	71,4
	Jaarlijks/j-o-j %	-12,5	-13,2	-0,5	-11,9	-9,1	-12,7	-13,9	-13,1	-9,8

* Met uitsluiting van derivaten

gegarandeerde leningen verlaagden de financieringskosten voor de banken nog verder. Tot slot hing de vanaf medio jaren '80 tot 2008 aanhoudende stijging van de huizenprijzen en hypotheekschulden ook samen met een combinatie van veranderingen in de gedragspatronen van huishoudens, een stijgende arbeidsparticipatie en veranderingen in de financieringscondities — met name de betere betaalbaarheid als gevolg van de daling van de rente.

Er is een aanpassing van de woningmarkt aan de gang. Deels is deze het gevolg van beleidsmaatregelen (zie tekstvak 3.1). De woningprijzen dalen sinds eind 2008. Eind 2013 waren de nominale woningprijzen ten opzichte van de piekwaarde van augustus 2008 met circa 20%

gedaald. In het koopsegment lijkt het aantal transacties in de loop van 2013 de bodem te hebben bereikt; in de tweede helft van het jaar is weer een flauwe stijging merkbaar. Al met al zijn de woningprijzen in 2013 gestabiliseerd, hoewel er in bepaalde landsdelen, met name de stedelijke gebieden in het westen, tekenen van herstel merkbaar zijn.

De hypotheekschuldquote van de huishoudens lijkt zijn piek te hebben bereikt. Door de dalende woningprijzen en het lagere transactievolume, vlakke de groei van de hypotheekleningverstrekking af in de nasleep van de crisis en sloeg vanaf het derde kwartaal van 2012 om. Dit weerspiegelt een aantal ontwikkelingen. Enerzijds bleef de omvang van de

Kader 3.1: maatregelen betreffende de woningmarkt

Nieuwe hypotheekleningen (die worden afgesloten voor in 2013 en later gekochte woningen) moeten, om voor de hypotheekrenteafrek en de NHG in aanmerking te komen, annuïteitenleningen of lineaire leningen zijn. Dat wil dus zeggen dat de rente alleen fiscaal mag worden afgetrokken bij hypotheekleningen die over maximaal dertig jaar worden afgelost.

Vanaf 2014 daalt de maximale aftrek van 52% (voor de hoogste inkomstenbelastingsschijf) in stappen van een half procentpunt per jaar tot 38% (over een periode van 28 jaar). Deze hervorming is van toepassing zowel op nieuwe als op bestaande hypotheekleningen (d.w.z. die zijn gesloten voor woningen die vóór 1 januari 2013 zijn gekocht).

Om de gevolgen op de korte termijn te verzachten is nog een aantal andere kleine maatregelen genomen.

Er wordt meer financiering beschikbaar gesteld voor leningen aan starters. Het Stimuleringsfonds Volkshuisvesting Nederlandse Gemeenten (SVN) zal hiertoe een extra bedrag van 50 miljoen EUR ontvangen. Banken zullen meer ruimte krijgen om rekening te houden met toekomstige groei van het inkomen van hun klanten, en de overdrachtsbelasting is permanent verlaagd tot 2%.

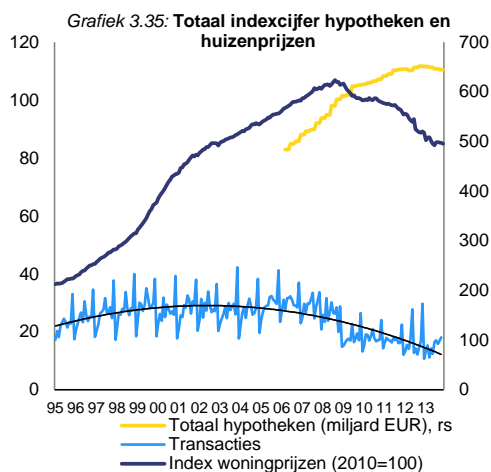
Er geldt ook een nieuwe aanpak voor de restschuld bij de verkoop van de oude woning: vanaf 2014 wordt de rente op restschuld gedurende maximaal vijf jaar (onder bepaalde voorwaarden) fiscaal aftrekbaar.

Naast de wijzigingen in het koopsegment zijn ook maatregelen voor de huurmarkt aangekondigd.

De maximale huurverhogingen voor huurders in de sociale sector worden inkomensafhankelijk. Huurders met een huishoudinkomen van minder dan 33 614 EUR gaan maximaal 1,5 procentpunt bovenop de inflatie betalen. Voor huurders met een inkomen tussen 33 614 en 43 000 EUR bedraagt het verschil met de inflatie 2 procentpunten, en voor personen met een inkomen van meer dan 43 000 EUR stijgt de huur met maximaal 4 procentpunten bovenop de inflatie. Verhuurders worden in staat gesteld de huurverhogingen te differentiëren onder hun woningbezit, terwijl huurders die er qua inkomen op achteruitgaan huurverlaging kunnen krijgen en huishoudens met lagere inkomens gedeeltelijke compensatie krijgen in de vorm van een hogere huursubsidie.

Sociale woningcorporaties moeten zich sterker richten op hun primaire taak, de bouw en het beheer van sociale woningen, en zullen meer onder de controle van de gemeenten komen te staan. De extra huurinkomsten van deze corporaties als gevolg van de huurverhogingen zullen worden afgeroomd door een verhuurderheffing, die in 2013 50 miljoen EUR zal opleveren, oplopend tot 1,7 miljard EUR in 2017 (0,3% van het bbp). Door middel van een wet inzake de normering van topinkomens wordt de aanpassing van de beloning van directeuren van woningcorporaties versneld doorgevoerd. De regels met betrekking tot de verkoop van een deel van de woningvoorraad van woningcorporaties zullen worden versoepeld.

totale hypotheekschuld ook na de omslag op de woningmarkt stijgen (grafiek 3.35). Als gevolg van eerdere prijsstijgingen moeten veel starters toch een hogere hypotheeklening afsluiten dan de leningen die door eerdere groepen werden afgelost. Ook stijgt het bedrag van de aflossingen op bestaande hypotheekleningen. Bovendien vormde de ontwikkeling van de rentevoeten voor sommigen een stimulans om hun hypotheek over te sluiten. Anderzijds is het leenvermogen van de huishoudens onder druk komen te staan als gevolg van de slapte van het beschikbare inkomen en de ongunstige arbeidsmarktvooruitzichten. Er zijn ook aanwijzingen dat het kredietverstrekking-beleid van de banken sinds de crisis restrictiever is geworden, mede doordat de marktfinanciering voor de banken aanzienlijk duurder is geworden. Daarnaast zijn ook andere maatregelen genomen om de verstrekking van hypothecair krediet te matigen, zoals de Gedragscode Hypothecaire Financieringen (GHF) en een striktere interpretatie van de eerdere gedragscode. Tot slot worden de maximale LTV-waarden verlaagd.



De Nederlandse regering heeft een aantal wetgevingsmaatregelen goedgekeurd om de Nederlandse hypotheekmarkt grondig te hervormen. Sinds april 2012 zijn verschillende beleidsinitiatieven ontplooid, die met name het koopsegment betreffen. De belangrijkste recente wetswijziging betreft het recht op hypotheekrenteaftrek. Nieuwe hypotheekleningen die vanaf 2013 worden afgesloten moeten, om voor de hypotheekrenteaftrek en de NHG in aanmerking te komen, annuïteitenleningen of

lineaire leningen zijn. Ook mag de rente alleen worden afgetrokken bij hypotheekleningen die over maximaal dertig jaar worden afgelost. De eerstgenoemde aanpassing van de fiscale behandeling van hypotheekleningen maakte een einde aan de fiscale prikkels om aflossingsvrije hypotheekleningen aan te gaan, die dan ook vrijwel van de markt zijn verdwenen. Aangezien de rentebetalingen in aflossingsstructuren in de loop der tijd automatisch afnemen, neemt ook de absolute omvang van het fiscale voordeel af. Beperking van het fiscale hypotheekrentevoordeel, zodat het voortaan berust op volledige annuïtaire aflossingen, neemt de verstoringen van de belastingheffing op woningbezit niet geheel weg, maar vermindert deze wel. Ook kan dit de fiscale aftrek geleidelijk verminderen en de Nederlandse banken minder afhankelijk maken van marktfinanciering, zodat de kwetsbaarheid en de schuldenlast van zowel de Nederlandse banken als de Nederlandse huishoudens afnemen.

De beperking van de hypotheekrenteaftrek zal pas op zeer lange termijn effect beginnen te sorteren vanwege de geleidelijke infasering voor bestaande leningen. Omdat het voor bestaande leningen mogelijk blijft om bij oversluiting of verhuizing de hypotheekrente volledig af te trekken, wordt het feitelijke effect op de bestaande hypotheekleningen aanzienlijk vertraagd. Gezien de omvang van het uitstaande bedrag aan bestaande hypotheekleningen (voor het overgrote deel aflossingsvrije hypotheekleningen in uiteenlopende vormen), zullen de maatregelen slechts geleidelijk tot vermindering van de renteaftrek leiden. Anderzijds is de prikkel om hypotheekleningen af te lossen duidelijk versterkt.

Aangezien de infasering zeer geleidelijk zal verlopen, worden bestaande hypotheekleningen in de huidige plannen fiscaal anders behandeld dan nieuwe hypotheekleningen. Bestaande leningen krijgen een gunstigere behandeling, deels omdat voor deze leningen de oude situatie blijft gelden. De oude fiscale regeling blijft immers gelden tot maximaal 30 jaar na het afsluiten van de oorspronkelijke hypotheeklening, ook bij oversluiting.

Een ander aspect van de wijziging van de fiscale behandeling van de financiering van een eigen woning betreft de geleidelijke verlaging van de aftrek van 52% naar 38%. Vanaf 2014 daalt de maximale aftrek van 52% (voor de hoogste schijf

van de inkomstenbelasting) in stappen van een half procentpunt per jaar tot 38%. Deze hervorming geldt voor nieuwe én voor bestaande hypotheekleningen, maar de gevolgen ervan worden slechts zeer geleidelijk merkbaar vanwege de trage infasering en de instandhouding van de oude regeling waarin niet wordt getornd aan de belastingvoordelen van een bestaande hypotheek, ook niet wanneer deze wordt overgesloten of bij een verhuizing wordt meegenomen. Het huidige plan om deze maatregel over een periode van 28 jaar in te voeren, zal op de korte termijn dus nauwelijks van invloed zijn op het aflosgedrag. Gedurende de eerste twintig jaar krijgen alleen personen met een belastbaar inkomen in de hoogste belastingschijf van 52% ermee te maken, terwijl als gevolg van de geleidelijke verlaging van de algemene heffingskorting voor belastingbetalers in de schijf van 42% in 2014 een effectief kortingspercentage van 44% zal gelden. Het kan uiteraard zo zijn dat de wijziging wel een groter signaaleffect heeft.

Met name starters op de woningmarkt ondervinden de gevolgen van de restrictievere leenvoorwaarden van de banken, zoals de stapsgewijze verlaging van de maximale LTV-ratio naar 100% over een periode van vijf jaar. De verlaging van de maximale LTV-ratio vertaalt zich in een beperking van de leencapaciteit van de huizenkopers die over minder liquide middelen beschikken, en versterkt derhalve de bestaande malaise op de huizenmarkt doordat de verlaging samenvalt met beperkingen op de hypotheekrenteaf trek voor nieuwe leningen voor de aankoop van een huis. Anderzijds hebben lagere woningprijzen en rentevoeten een positieve invloed op de betaalbaarheid van woningen, met name voor starters.

De aanpassing van de woningmarkt heeft in combinatie met de beleidsinitiatieven de druk om de schuld af te bouwen versterkt en de kwetsbaarheid van huiseigenaren vergroot. De dalende woningprijzen hebben tot een verslechtering van de nettovermogenspositie van Nederlandse huishoudens geleid en voor een substantieel aantal huishoudens zelfs tot een negatief huizenvermogen. De gevolgen zijn niet voor alle leeftijdsgroepen gelijk: met name jonge starters op de woningmarkt hebben met een negatief huizenvermogen te kampen.

De aanpassing van de woningmarkt heeft kwetsbare aspecten van het financieringsmodel van banken aan het licht gebracht. Aangezien hypotheekleningen een aanzienlijk deel van de balans van de Nederlandse banken uitmaken (bijna 30%), hebben de daarmee samenhangende kredietrisico's meer aandacht gekregen. Toen de huizenprijzen daalden, nam het risico van wanbetaling toe, hoewel zeker naar internationale maatstaven het percentage wanbetalers vrij laag is. Doordat de Nederlandse banken in de aanloop naar de crisis sterk hebben ingezet op kapitaal financiering en securitisatie, is bovendien een depositofinancieringsgat ontstaan.

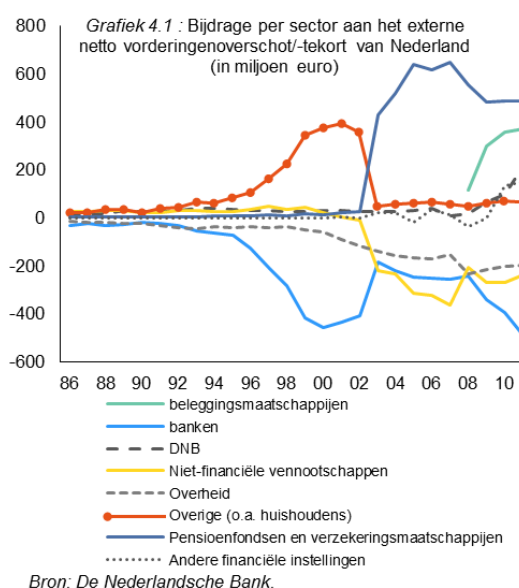
Ook leiden de garanties indirect tot begrotingsrisico's. Zulke risico's gelden uitdrukkelijk voor de nationale hypotheekgarantie (NHG), aangezien de overheid via het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) een vangnet biedt. Door middel van het WEW staat de overheid indirect garant voor meer dan 140 miljard EUR (ca. 24% van het bbp) aan hypotheekleningen. Het WEW beschikt echter over een kapitaal van slechts 730 miljoen EUR om directe verliezen te absorberen. Mocht zich een ernstig stressscenario voordoen, dan zal de overheid wellicht moeten bijspringen.

4. SPECIFIEKE THEMA'S

Een kenmerkend element van de Nederlandse economie is de aanzienlijke omvang van de financieringsstromen tussen binnenlandse sectoren en de rest van de wereld, die zich op verschillende gebieden vertalen in balansen met veel geleend geld. De kenmerkende financieringsstructuur van de Nederlandse economie weerspiegelt institutionele factoren, zoals het pensioenstelsel, het bestaan van een zeer goed ontwikkelde financiële sector (met grote banken, grote pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, maar ook grote "bijzondere financiële instellingen), fiscale regelingen en stimuli en een grote mate van internationale integratie (waarin multinationals en grensoverschrijdende financiële instellingen een belangrijke rol spelen). Vanwege zijn geografische ligging, historische banden, een van oudsher sterke concurrentiepositie en het institutionele kader is Nederland een knooppunt van internationale handels- en kapitaalstromen geworden.

Met betrekking tot de PMO-indicatoren inzake de overheids- en particuliere schuld zijn met name de bepalende factoren voor de balanspositie van belang om potentiële onevenwichtigheden te beoordelen. Door de crisis zijn in veel sectoren allerlei aanpassingen doorgevoerd die verband houden met de desbetreffende balansposities en die enkele bijzondere risico's en kwetsbare punten aan het licht brengen. Dit hoofdstuk richt zich op die thema's, waarbij in het bijzonder aandacht wordt besteed aan de centrale rol die huishoudens spelen in de opeenstapeling van schuld en vermogen door particulieren. In Nederland gaan aanhoudende overschotten op de lopende rekening samen met aanzienlijke externe activa in de particuliere sector, met name bij pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, gevolgd door beleggingsmaatschappijen en "andere financiële instellingen"⁽¹⁸⁾. Dit komt tot uitdrukking in de omvang van de bijdrage van elke sector aan het externe netto vorderingenoverschot (grafiek 4.1)⁽¹⁹⁾. Pensioenfondsen hebben aanzienlijke

hoeveelheden buitenlandse activa. Dat de balansen van de huishoudens veel schuld omvatten, komt tot uitdrukking in bescheiden netto spaartegoeden, afgezien van pensioenspaartegoeden. Daarentegen leiden de sterke internationale banden van banken en niet-financiële bedrijven tot een netto vorderingstekort ten opzichte van de rest van de wereld



Nederland heeft een groot pensioenvermogen opgebouwd van ongeveer 165 % van het bbp, waarvan het grootste deel in het buitenland is belegd⁽²⁰⁾. Door de mondiale financiële crisis is het nettorendement van deze institutionele beleggers teleurstellend geweest en hun buffers zijn sinds 2008 aanzienlijk geslonken. Vanwege de solvabiliteitsvereisten voor pensioenfondsen was het nodig om de pensioenpremies te verhogen, de uitkeringen te verlagen of allebei. In combinatie met de negatieve vermogenseffecten uitgaande van de woningmarkt leidde dit tot een daling van het consumentenvertrouwen en van de particuliere consumptie

Nederlandse huishoudens beschouwen het lange tijd als aantrekkelijk om veel te sparen voor het pensioen en daarnaast de woning te financieren met een relatief hoge aflossingsvrije hypotheek. Banken werden hierdoor met mismatches in hun financieringsmodel geconfronteerd, waardoor zij kwetsbaarder werden

⁽¹⁸⁾ Waaronder beleggingsfondsen, financiële holdings, special purpose vehicles (SPV's) en bijzondere financiële instellingen (BFI's)

⁽¹⁹⁾ De gegevens over de pensioenfondsen zijn tot 2002 opgenomen onder "overige (o.a. huishoudens)"; vanaf 2003 worden deze apart geregistreerd onder "pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen", hetgeen de breuk tussen 2002 en 2003 verklaart.

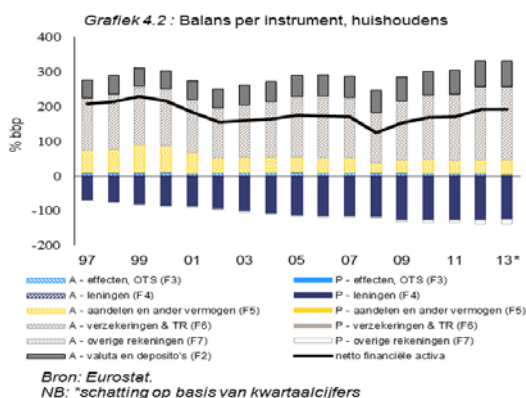
⁽²⁰⁾ De Nederlandsche Bank (2013a).

voor ontwikkelingen op de financiële markten en ook meer schommelingen optraden in de kredietverstrekking.

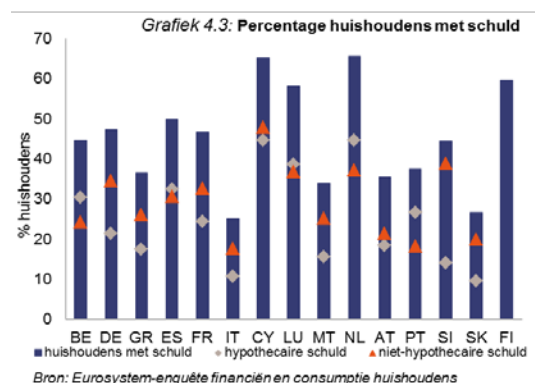
De crisis legde de kwetsbaarheid van het financieringsmodel van banken bloot. Door het opdrogen van gesecuritiseerde financiering als bron van financiering, de verandering van de verhouding tussen schuld en vermogen van Nederlandse huishoudens en de (verwachte) veranderingen in de regelgeving en de fiscale stimuli, is duidelijk geworden hoezeer banken blootstaan aan onevenwichtigheden op hun balans op langere termijn. Dit heeft geleid tot depositofinancieringsgaten, die ook de relatief hoge externe schulden van de banken weerspiegelen. Omdat de binnenlandse banken sterk afhankelijk zijn van onroerend goed, waardoor zij minder afhankelijk zijn van kapitaal financiering, en zij moeten voldoen aan nieuwe regelgeving, is een balansaanpassing aan de gang.

4.1. SCHULD VAN DE HUISHOUDENS

De schuld van de huishoudens bereikte in 2010 een recordhoogte van 128,5 % van het bbp (266 % van het beschikbaar inkomen) (grafiek 4.2). Het grootste deel daarvan wordt gevormd door hypotheekschuld. De stijging van de huizenprijzen en van de hypotheekschuld heeft de balans van de huishoudens in de aanloop naar de crisis verlengd en aldus kwetsbaarder gemaakt voor waardeveranderingen.



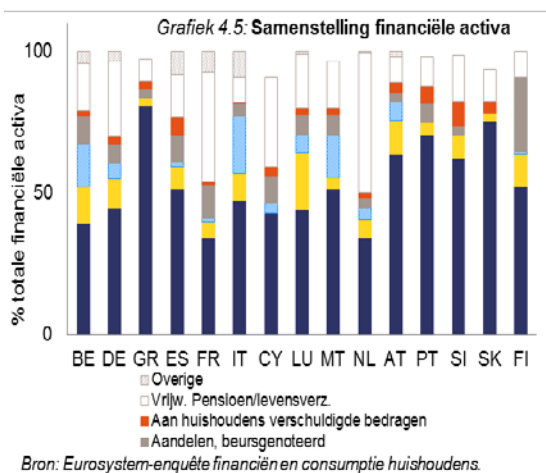
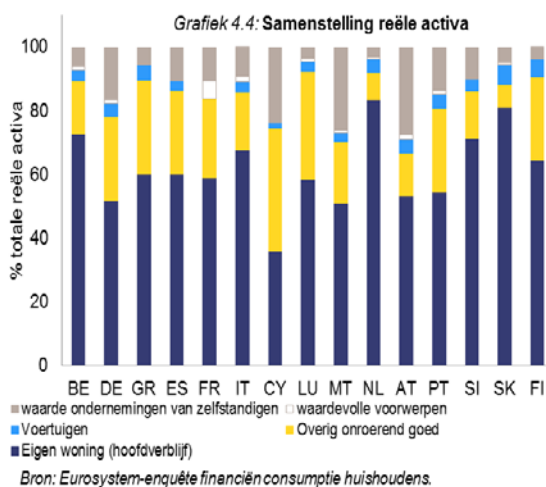
Met 65,7 % is het aantal huishoudens met een schuld in Nederland hoog te noemen. 44,7 % van alle huishoudens heeft een hypothecaire schuld en 37 % heeft een niet-hypothecaire schuld (grafiek 4.3).



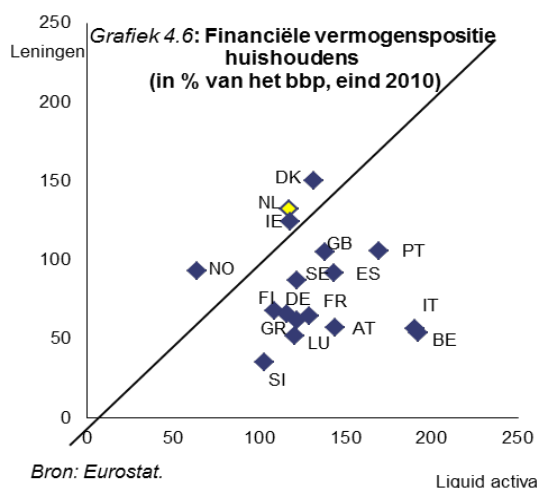
In balanstermen worden de risico's deels gecompenseerd door de sterke totale vermogenspositie van de Nederlandse huishoudens. Een groot deel van de toegenomen hypotheekschuld gaat gepaard met een nog sterkere toename van het totale vermogen van huishoudens. Tijdens de expansiefase hebben huishoudens geprofiteerd van de stijgende huizenprijzen: de totale waarde van het eigenwoningbezit werd in 2011 geraamd op 192,1 % van het bbp⁽²¹⁾. Het aandeel van het woningbezit in het totale vermogen van huishoudens is gestegen van 31 % in 1993 tot 39 % in 2011. Door de recente daling van de huizenprijzen is de marktwaarde van huizen uiteraard gedaald en is de samenstelling van de vermogensportefeuille verschoven. Voor verschillende huishoudens betekende dit een negatief nettovermogen (zie hieronder), met grote verschillen tussen de leeftijdsgroepen. De eigen woning is het belangrijkste vermogensbestanddeel van huishoudens geworden (grafiek 4.4); daarnaast

⁽²¹⁾ Ook belangrijk zijn deelnemingen in verzekeringsondernemingen en spaargelden in pensioenfondsen, die in 2011 samen 1 117 miljard euro bedroegen. Andere financiële activa omvatten bank- en spaartegoeden (332 miljard euro in 2011). Huishoudens bezitten tevens obligaties en aandelen ter waarde van 200 miljard euro. De totale activa van huishoudens (inclusief woningen, financiële en overige bezittingen maar met uitzondering van deelnemingen in verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen) beliepen in 2011 1 952 miljard euro, of 324 % van het bbp (met inbegrip van pensioenfondsen: 3 068 miljard euro of 510 % van het bbp) - CBS.

vormt pensioenvermogen het belangrijkste financiële bezit, zoals blijkt uit de omvang van de tweede pensioenpijler. In dit opzicht verschilt Nederland aanzienlijk van de meeste andere landen (grafiek 4.5). In 2011 was het financiële brutovermogen van de huishoudens goed voor circa 300 % van het bbp



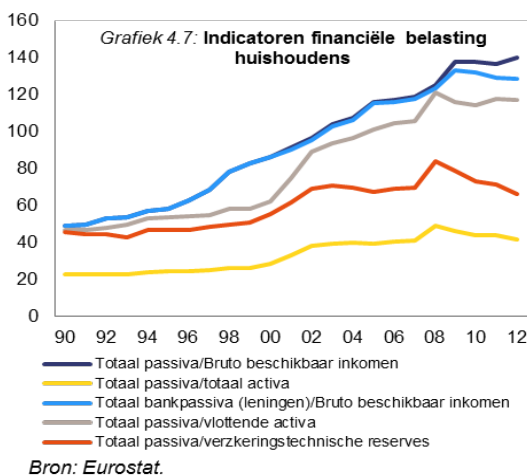
vangen betrekkelijk gering (grafiek 4.6)⁽²²⁾. Gewoonlijk is een groot deel van het vermogen immers geïnvesteerd in onroerend goed (de eigen woning), dat betrekkelijk niet-liquide en niet-diversifieerbaar is. Dit maakt het moeilijker om eventuele schuldendienstproblemen op te lossen door liquide bezittingen te verkopen. Activa in de vorm van pensioenfondsen en levensverzekeringen zitten vast en kunnen niet worden vrijgemaakt zonder een aanzienlijk verlies, ook met betrekking tot de fiscale behandeling. Toch kampen relatief weinig huishoudens met acute financiële problemen, zeker gezien de stijgende werkloosheid en de relatief sterke daling van de huizenprijzen met 20,3 % sinds de piek in 2008. De balans van de huishoudens is nu evenwel duidelijk kwetsbaarder dan tijdens eerdere recessies (grafiek 4.7)



⁽²²⁾ De waarde van het eigenwoningbezit en de vorderingen op verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen niet meegerekend bedroeg de liquiditeitspositie van de huishoudens (inclusief valuta en deposito's, aandelen en andere eigenvermogensinstrumenten en effecten) in 2011 117 % van het bbp.

Bovendien is de ratio van risicovolle en niet-risicovolle bezittingen van Nederlandse huishoudens relatief laag dankzij betrekkelijk hoge valuta- en depositoposities en betrekkelijk lage posities in aandelen en andere effecten.

Niettemin is de liquiditeitsbuffer van Nederlandse huishoudens om directe schokken in de inkomens- of vermogenspositie op te



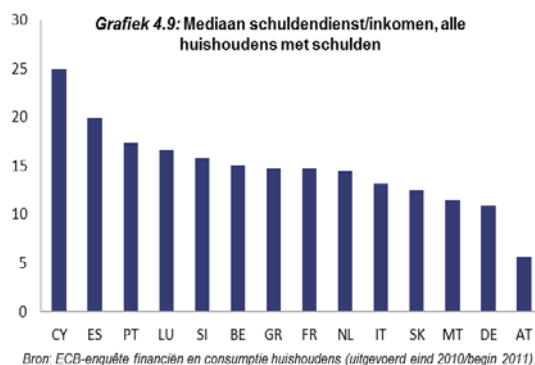
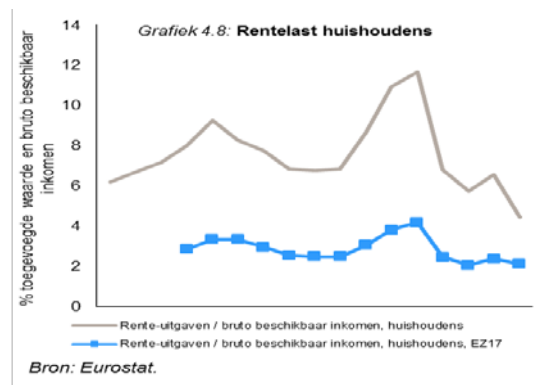
Negatief huizenvermogen

De afgelopen jaren hebben een laag of zelfs negatief rendement op de activa van pensioenfondsen en een daling van de huizenprijzen tot een verslechtering van de nettovermogenspositie van Nederlandse huishoudens geleid. Huizenbezitters zijn hierdoor op wisselende wijze getroffen, afhankelijk van hun uitgangspositie. Mensen die hun woning lang geleden hebben gekocht, hebben een substantiële overwaarde opgebouwd. Dit geldt niet voor een aantal starters in de leeftijdsgroep van 25-35 jaar, wier huizen door de daling van de huizenprijzen sinds 2008 "onder water" staan, waardoor zij worden geconfronteerd met een zogeheten negatief huizenvermogen. Volgens ramingen is inmiddels bij zo'n 25-30% van de hypotheekhouders - dat wil zeggen 1,3 miljoen hypotheekhouders - de marktwaarde van het huis lager dan het bedrag van de uitstaande hypotheekschuld⁽²³⁾. Dat dalende huizenprijzen leiden tot negatief eigen vermogen, wijst erop dat LTV-ratio's van meer dan 100 de norm waren

Zelfs als de huizenprijzen niet verder dalen, zal de stijgende rente een negatief effect op het beschikbare inkomen hebben. Aangezien de

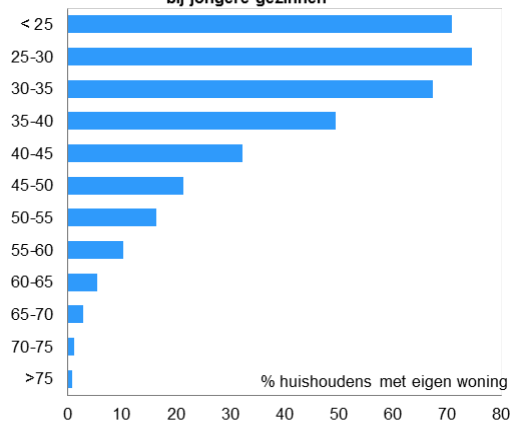
⁽²³⁾ Om dit probleem voor een deel aan te pakken, blijft de op de restschuld betaalde rente vanaf 2014 maximaal 5 jaar fiscaal aftrekbaar (10 jaar voor restschuld die tussen 29 oktober 2012 en 31 december 2017 is ontstaan). Dit neemt niet weg dat de werkelijke kosten voor deze huizenbezitters bij verkoop flink zullen stijgen, omdat de bank zal eisen dat de restschuld over een periode van tien jaar wordt afgelost. Bovendien kunnen deze maatregelen weliswaar op middellange termijn bijdragen aan een ordelijke aanpassing van de woningmarkt, maar is het stimulerende effect ervan op korte termijn veel minder zeker.

reële en de nominale rentetarieven zijn gedaald, is de stijging van de schuldenlast van de huishoudens gepaard gegaan met een betrekkelijk beperkte toename van de schuldendienst. Dankzij een trendmatige daling van de hypotheekrente konden huishoudens tussen 2000 en 2005 een stijgende schuldenlast aflossen zonder een groter deel van hun budget kwijt te zijn aan de afbetaling. De totale rente-uitgaven ten opzichte van het beschikbare inkomen zijn evenwel sinds 2005 sterk gestegen (grafiek 4.8). Volgens de ECB behoort Nederland ten opzichte van andere EU-landen evenwel nog steeds tot de middengroep in termen van de verhouding tussen schuldendienst en inkomen (grafiek 4.9).



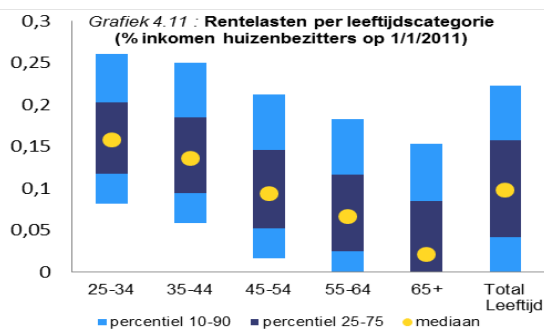
De groep huishoudens met een negatief nettovermogen bestaat grotendeels uit jongeren die hun eerste huis hebben gekocht (grafiek 4.10). Zij hebben hoge hypotheekleningen afgesloten ten opzichte van hun inkomen, spaargeld en de waarde van hun woning, die door de crisis is gedaald. Jongeren zijn ook een hoger percentage van hun bruto-inkomen kwijt aan rente (grafiek 4.11). Daardoor staan zij bloot aan verhoogde risico's, met name bij werkloosheid.

Grafiek 4.10: Negatief huizenvermogen voornamelijk bij jongere gezinnen



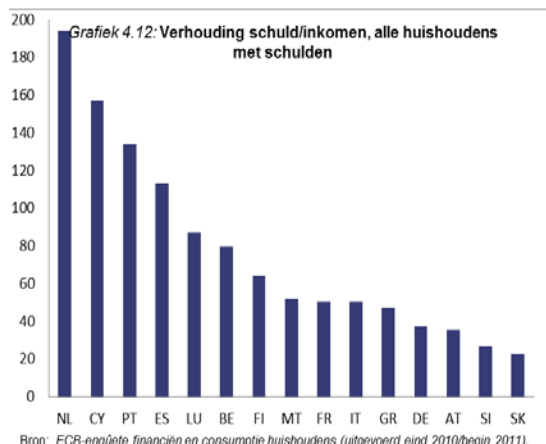
Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek.

Grafiek 4.11: Rentelasten per leeftijdscategorie (% inkomen huizenbezitters op 1/1/2011)



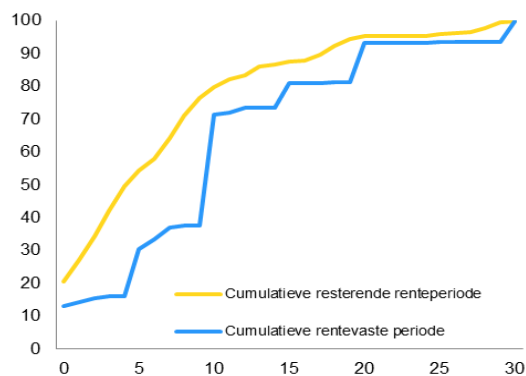
Bron: De Nederlandsche Bank.

In vergelijking met andere EU-landen besteden veel huishoudens een groot percentage aan hypotheeklasten (grafiek 4.12). Aan de andere kant lossen huishoudens hun hypotheek versneld af. Uit onderzoek bij de vier grootste hypotheekverstrekkers is gebleken dat huizenbezitters in 2013 aanzienlijk meer hebben afgelost dan in 2012. Eén bank had eind oktober 60 % meer aflossingen ontvangen. De factoren die daarbij een rol spelen, zijn de lage rente op spaarrekeningen, de onzekerheid op de woningmarkt en het negatieve huizenvermogen.



Bron: ECB-enquête financiën en consumptie huishoudens (uitgevoerd eind 2010/begin 2011).

Grafiek 4.13: Cumulatieve verdeling van rentevaste periode en resterende rentevaste periode in jaren (% van totaal aantal hypotheek)

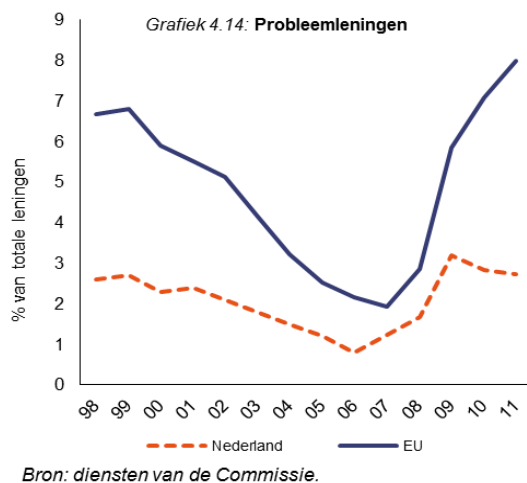


Bron: DNB-onderzoek huishoudens, 2008.

De huidige verdeling van herfinancieringsprofielen biedt nog bescherming tegen de doorwerking van stijgingen in de hypotheekrente. In 2009 had ongeveer de helft van alle hypotheeklen een resterende rentevaste periode van vier jaar of minder, terwijl een vijfde een resterende rentevaste periode had van minder dan één jaar (grafiek 4.13). Op langere termijn beschikken huishoudens met een negatief eigen vermogen mogelijk niet over een voldoende buffer om hun hypotheek af te betalen na afloop van de maximale rentevaste periode.

De betalingsachterstanden zijn echter tot dusverre in vergelijking met het buitenland nog zeer gering. Ook het percentage wanbetalers is nog steeds beperkt en is veel lager dan het gemiddelde in de EU (grafiek 4.14). Dit is niet alleen een gevolg van de sterke rechtspositie van kredietverstrekkers, maar ook van het uitgebreide

socialezekerheidsstelsel. Een andere belangrijke factor is de aanzienlijke stijging van de huizenprijzen tussen de jaren tachtig en 2008, waardoor de onderpandswaarde voor oudere hypotheekleningen doorgaans voldoende is. Bovendien zijn het vooral personen uit de hogere-inkomenscategorie die hypotheekleningen zijn aangegaan. Ruim 60 % van alle hypotheekleningen zijn in handen van de meestverdienende 20 % van de huishoudens, terwijl de 20 % huishoudens met het laagste inkomen slechts circa 3 % van de totale schuld dragen. Mensen met een hoog inkomen lopen gewoonlijk minder risico op werkloosheid en inkomensschokken en zullen daarom doorgaans beter in staat zijn een schuld aan te gaan. Problemen die tot gedwongen verkoop leiden, zijn daarom meestal het gevolg van onverwachte gebeurtenissen, zoals langdurige werkloosheid, arbeidsongeschiktheid, overlijden en vooral echtscheiding.



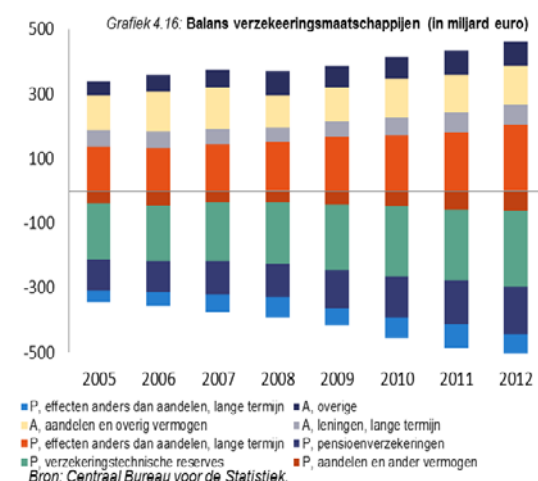
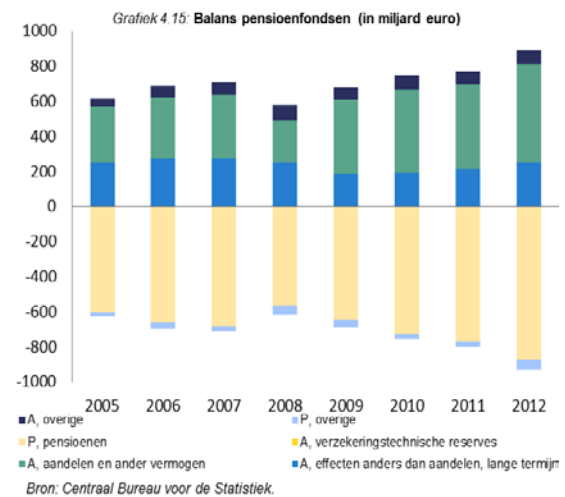
4.2. DE FINANCIËLE SECTOR

Het financiële systeem bestaat uit drie hoofdsectoren: banken, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Banken vormen het grootste deel, met activa die bijna 400 % van het bbp belopen. Pensioenfondsen zijn de op een na grootste subsector, met een beheerd vermogen van ongeveer 150 % van het bbp. Nederland kent 545 geregistreerde pensioenregelingen, maar de twee en de tien grootste fondsen beheren respectievelijk 44 en 78 % van alle activa van de regelingen. Verzekeringsmaatschappijen bezitten activa ter waarde van ongeveer 75 % van het bbp, waarvan

het grootste deel (89 %) in de vorm van levensverzekeringen.

4.2.1. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen

De Nederlandse pensioen- en verzekeringssector is na de banksector de belangrijkste sector qua omvang en potentiële systeemrelevantie. De totale activa van de pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen bedroegen in 2012 bijna 1 350 miljard euro (225 % van het bbp) (grafieken 4.15 en 4.16). Alleen in Frankrijk en Duitsland is deze sector groter dan in Nederland.



De afgelopen zeven jaar zijn de passiva van de Nederlandse pensioenfondsen meer dan twee keer zo veel toegenomen als de activa. Daardoor waren de dekkingsgraden van de activa ten opzichte van de pensioenverplichtingen eind 2010

gedaald van 130 % naar ongeveer 100 %, dus onder het wettelijk verplichte minimum van 105 %⁽²⁴⁾. Bij verschillende fondsen daalde de dekkingsgraad zelfs nog verder

Deze daling van de dekkingsgraden is te wijten aan een combinatie van een stijgende levensverwachting, dalende rentetarieven en lage beleggingsrendementen als gevolg van de crisis. De beleggingsportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen is internationaal gespreid. Door de financiële crisis daalden de aandelenkoersen, evenals de rente, wat door de omvang van de klap een zeer negatief effect had op de dekkingsgraad. Pensioenfondsen proberen nu de dekkingsgraad te herstellen door een combinatie van hogere premies, aangepaste inflatiecorrectie, en als laatste redmiddel, heronderhandeling of eenzijdige aanpassing van de bestaande regelingen, neerkomend op verlaging van de uitgekeerde bedragen. Het geheel heeft geleid tot een procyclische belasting van het beschikbare inkomen van huishoudens, wat een van de factoren is die de zwakke particuliere consumptie van de afgelopen jaren in Nederland verklaren. De kwestie van de houdbaarheid op lange termijn van het huidige pensioenstelsel, met gegarandeerde uitkeringen, is in een redelijk vroeg stadium aan de orde gesteld als gevolg van de transparantie van de boekhoudkundige verwerking en verslaglegging.

In het "pensioenakkoord" van september 2013 zijn enkele veranderingen doorgevoerd om de houdbaarheid te waarborgen en de procycliciteit van het systeem te beperken. Ten eerste maakt de invoering van een "ultimate forward rate" een stabielere rendementscurve voor instrumenten met een lange looptijd mogelijk. Hierdoor is de waardebepaling van toekomstige verplichtingen stabiel. Ten tweede krijgen pensioenfondsen meer flexibiliteit om de pensioenpremies geleidelijk aan te passen als de dekkingsgraad onder het verplichte minimum duikt. De derde maatregel betreft de mogelijkheid om beperkingen van de pensioenaanspraken in de

tijd te spreiden en de daling te beperken tot maximaal 7 % per jaar voor 2013 en 2014. Het pensioenakkoord bevat nog meer maatregelen, zoals een snellere verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd tot 67 jaar, de automatische doorberekening van verdere stijgingen van de levensverwachting in de pensioenaanspraken en geen inflatiecorrectie totdat de dekkingsgraad van een pensioenfonds weer ten minste 110 % bedraagt.

Een langdurige periode van de lage langetermijnrente zou negatieve gevolgen kunnen hebben voor zowel de activa als de passiva van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Pensioenregelingen op basis van vaste uitkeringen en levensverzekeringen kennen een balansstructuur op basis van langetermijnfinanciering en een negatieve duration gap (de looptijd van de passiva is doorgaans langer dan die van de activa), tenzij ze zijn afgedekt. De omvang van het daarmee verband houdende herbeleggingsrisico hangt af van de omvang van de looptijd mismatch. Hoe langer de looptijd van de passiva, hoe groter het eventuele negatieve effect van een aanhoudende lage rente op pensioenregelingen op basis van vaste uitkeringen en levensverzekeringen. De verplichtingen die dergelijke instanties hebben jegens polishouders en deelnemers, bestrijken vaak een zeer lange periode en stijgen dus snel in waarde wanneer de rente daalt. De beleggingen die deze rentegevoelige langetermijnpassiva dekken, hebben vaak een kortere looptijd en stijgen derhalve minder snel in waarde. Dergelijke effecten worden meteen zichtbaar wanneer de balansen tegen de marktwaarde worden gewaardeerd. De afgelopen jaren hebben levensverzekeringmaatschappijen hun blootstelling aan de effecten- en onroerendgoedmarkt aanzienlijk verminderd, maar zij blijven gevoelig voor renterisico's.

De exacte invloed van looptijdgaten op de netto pensioen- en verzekeringsverplichtingen hangt af van de mix van activa en looptijden. In het algemeen beleggen pensioenfondsen in vergelijking met verzekeringsmaatschappijen minder in obligaties en meer in aandelen. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen hebben geprobeerd om de looptijd van hun activa te verlengen om de mismatch te verminderen. Nederlandse pensioenfondsen ondernemen steeds

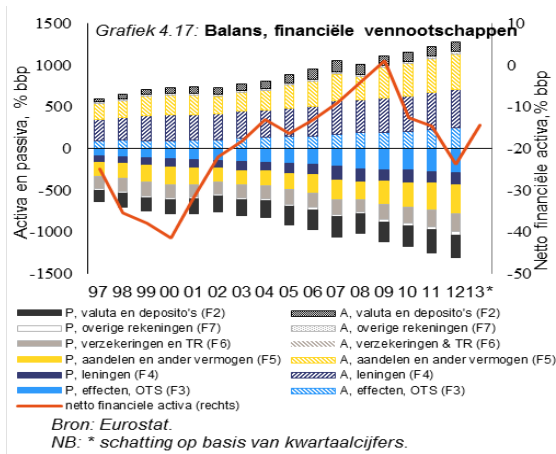
⁽²⁴⁾ In het financieel toetsingskader dat deel uitmaakt van de nieuwe pensioenwet voor de tweede pijler, zijn de eisen aan de financiële positie van een pensioenfonds vastgelegd, onder andere drempelwaarden voor de dekkingsgraad (d.w.z. de verhouding tussen de activa en de passiva) en vermogensbuffers. De beleggingsresultaten en de verplichtingen van een pensioenfonds worden gewaardeerd tegen marktprijzen.

meer activiteiten op het gebied van looptijdmatching en renterisicohedging door meer te beleggen in langetermijnactiva met een laag risico, zoals staatsobligaties, en door de looptijd van hun beleggingsportefeuilles te verlengen. Door deze op passiva gerichte beleggingsstrategieën kan de opbrengst van obligaties later onder druk komen te staan, met mogelijke gevolgen voor de solvabiliteitsratio's.

De problematiek van de houdbaarheid van het huidige pensioenstelsel, met onder voorwaarden gegarandeerde uitkeringen, is door de crisis aan het licht gebracht als gevolg van het procyclische effect op de financiële sector en de reële economie. Door de relatief hoge mate van transparantie van de boekhoudkundige verwerking en verslaglegging is het thema ook veel besproken in het publieke debat. Het pensioenakkoord tussen de Nederlandse regering en de sociale partners vormt het startpunt voor een modernisering van het pensioenstelsel. Het akkoord omvat onder andere de koppeling van de pensioenleeftijd aan de levensverwachting, minder procycliciteit en meer transparantie inzake pensioenuitkeringen en de spreiding van risico's over de belanghebbenden. Momenteel zijn onderhandelingen tussen de sociale partners gaande over de details van de risicodeling en -overdracht in pensioencontracten. De gevolgen voor de overdrachten tussen generaties en risicodeling moeten nader worden onderzocht. Ook op andere punten zouden hervormingen kunnen worden doorgevoerd.

4.2.2. Banken

Vanuit EU-perspectief is de banksector in Nederland met een totale waarde van de bankbalansen van bijna 500 % van het bbp weliswaar kleiner dan de banksector in het Verenigd Koninkrijk (650 % van het bbp), maar veel groter dan die van Frankrijk en Duitsland. Daarnaast is er een hoge mate van concentratie, met drie grote spelers (Rabobank, ABN Amro en ING). De balansen van Nederlandse banken omvatten een relatief hoog percentage hypothecaire leningen (grafiek 4.17).



Financiering: de grootste uitdaging

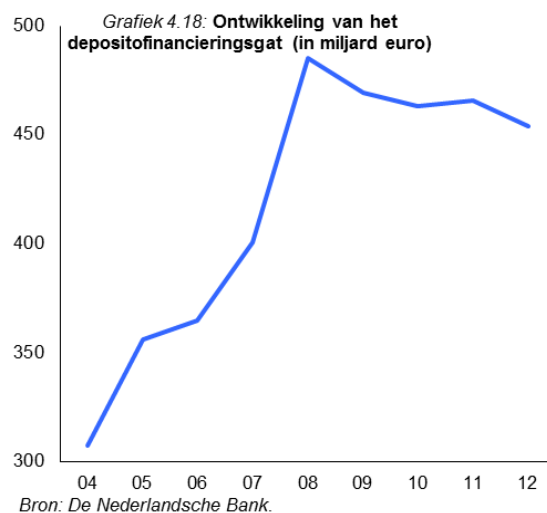
De binnenlandse banksector wordt geconfronteerd met een depositofinancieringsgat als gevolg van de grote omvang van de hypotheekportefeuilles ten opzichte van de binnenlandse depositobasis. Banken lenen ongeveer twee keer zoveel uit aan Nederlandse huishoudens en bedrijven als dat zij binnenkrijgen aan spaardeposito's. Het totale financieringsgat van Nederlandse banken bedraagt momenteel naar schatting ongeveer 75 % van het bbp, wat hoger is dan elders in de EU, ondanks het nationale spaaroverschot.

Voor de crisis steeg de ratio kredieten/deposito's (LTD) tot meer dan 200 % - wat hoog is in vergelijking met het buitenland. In 2011 was deze ratio in de eurozone alleen in Ierland hoger dan in Nederland. In de hoofdzakelijk op banken gebaseerde Europese financiële sector financieren institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen grotendeels de huishoudens en bedrijven indirect door de aankoop van obligaties.

De hoge hypotheekschuld verklaart grotendeels de omvang van het financieringsgat. Nederlandse banken hebben vrij grote binnenlandse hypotheekportefeuilles vergeleken met andere EU-landen. Deze belopen ongeveer 90 % van het bbp, het dubbele van het gemiddelde in de eurozone. In de tien jaar voorafgaand aan de crisis steeg de Nederlandse LTD-ratio van 161 tot 205 %. Deze periode viel samen met een aanhoudende stijging van de huizenprijzen, waardoor de hypotheekschuld aanzienlijk toenam.

Aangezien pensioenkapitaal niet bij banken maar bij pensioenfondsen wordt gestort, leidt dit tot een beperking van de mogelijkheden voor binnenlandse financiering. Bovendien gebruiken consumenten traditioneel hun levensverzekering om te sparen voor de aflossing van een deel van de hoofdsom van hun hypotheek. Tijdens de expansiefase waren nieuwe hypotheek veelal veel hoger dan de aflopende, die geleidelijk uit de bankbalansen verdwenen naarmate ze werden afgelost, waardoor het financieringsgat nog groter werd.

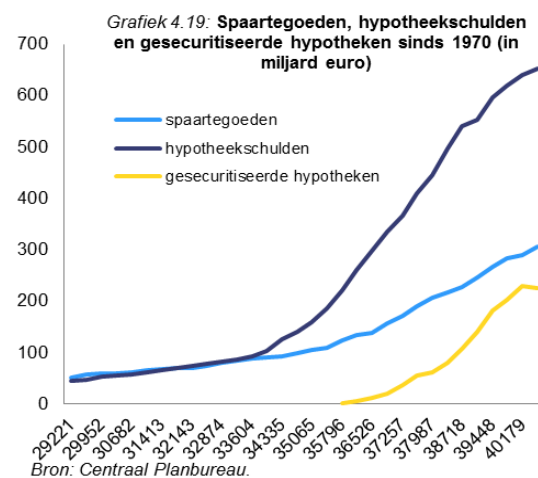
Sinds 2008 is het gat een beetje kleiner geworden, terwijl de deposito's toenamen (grafiek 4.18). Dat het gat kleiner werd, is het resultaat van een combinatie van minder kredieten als gevolg van de economische baisse, een zwakke woningmarkt en een restrictiever kredietbeleid. Daarnaast kunnen banken dankzij nieuwe bankspaarproducten extra spaartegoeden binnenhalen op een markt die eerder het domein was van verzekeringsmaatschappijen.



Nederlandse banken blijven vrij sterk afhankelijk van kapitaal financiering en spaartegoeden uit het buitenland. Sinds de crisis proberen zij alternatieven te vinden voor kapitaal financiering, met name in de vorm van securitisatie (grafiek 4.19)⁽²⁵⁾. Nog steeds wordt

⁽²⁵⁾ Ongeveer een derde van de Nederlandse hypotheek zijn gebundeld en uitgegeven als door woning hypotheek gedekt effecten (residential mortgage-backed securities, RMBS). Grote institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, kopen deze RMBS op voor hun beleggingsportefeuille. Constructies waarbij

ongeveer twee derde van de geconsolideerde balans van de Nederlandse banken gefinancierd op de financiële markt. Bestaande securitisaties worden doorgaans waarschijnlijk als minder kredietwaardig beschouwd, waardoor hun waarde als onderpand afneemt. De uitgifte van door woning hypotheek gedekte effecten (RMBS) liep na 2008 terug; op dat moment waren er voor 49 miljard euro aan RMBS uitgegeven



Door de rentedaling van de afgelopen jaren zijn de financieringskosten gedaald. Als de rente daalt, dalen de kosten voor het ophalen van financiering meestal sneller dan de rente op bestaande leningen, waardoor de winst wordt ondersteund. Een latere stijging van de rente zou via de bestaande obligatie- en hypotheekportefeuille een negatief effect kunnen hebben op de winstgevendheid van banken, terwijl slechts een deel van het risico normaal gesproken wordt afgedekt door rentederivaten. Een rentestijging zonder economisch herstel zou een bijzonder risico inhouden door de gerelateerde stijging van het kredietrisico.

Doordat Nederlandse banken afhankelijk zijn van markt financiering, zijn zij kwetsbaar voor ontwikkelingen op de financiële markten. De betrekkelijk hoge LTD-ratio en de oriëntatie op

woning hypotheek en andere kredieten worden gebundeld en specifiek verkocht om financiële armslag te creëren, worden "special purpose vehicles" (SPV's) genoemd. Nederlandse SPV's vormen een relatief groot deel (20 %) (DNB, Statistisch bulletin juni 2008) van de Europese securitisaties.

woningfinanciering zijn in dit verband van belang. Hypotheekfinanciering kent over het algemeen lange looptijden. Financiering via de financiële markten ontwikkelt zich in het algemeen in de richting van kortlopende financiering, waardoor banken blootstaan aan hogere herfinancieringsrisico's vergeleken met depositofinanciering.

Naar een beter evenwicht

Door de financiering evenwichtiger te maken zouden het depositofinancieringsgat en de pressie als gevolg van schuldafbouw kunnen worden verminderd. Dit nieuwe evenwicht kan op verschillende manieren worden bereikt en ook bredere gevolgen hebben voor de sectorale verdeling van activa en financieringsstromen tussen (sub)sectoren. Wat betreft de hypotheekmarkt is het gangbare systeem van overheidsgaranties via de NHG complex en het ontmoedigt internationale beleggers om Nederlandse securitisaties aan te kopen. Ook kunnen individuele banken alleen hun eigen hypotheekportefeuille securitiseren en verkopen,

wat schaalnadelen tot gevolg heeft. De bereidheid van met name buitenlandse beleggers om te investeren zou kunnen worden vergroot door een systeem met meer standaardisering en transparantie van securitisaties, meer bundeling en een andere aanpak van garanties. De aanzet tot de oprichting van een Nationale Hypotheekinstelling (zie tekstkader 4.1) kan als een stap in die richting worden opgevat. Sinds de nieuwe regels voor securitisaties van 2011 en de invoering van artikel 122 bis in de tweede richtlijn kapitaalvereisten (RKV2) is de aanbieder verplicht ten minste 5 % van de securitisaties zelf te houden en aanvullende informatie te verstrekken over de portefeuille op het niveau van de leningen, en moeten investeerders verplicht gepaste zorgvuldigheid betrachten. De voortgang van de bankenunie zou ook kunnen bijdragen tot de verbreding van de depositobasis die aan de financiering van Nederlandse hypotheekten ten grondslag ligt, bijvoorbeeld door het grensoverschrijdend aantrekken van deposito's gemakkelijker te maken.

Ook een grotere rol voor Nederlandse pensioenfondsen en

Tekstkader 4.1: De Nationale Hypotheekinstelling

Om de beschikbaarheid en de prijszetting van hypotheekfinanciering te verbeteren, overweegt de Nederlandse regering een Nationale Hypotheekinstelling (NHI) op te richten in het kader van een bredere strategie inzake de financiering van de Nederlandse woningmarkt. Het is de bedoeling om hypotheekleningen met garanties over te hevelen van banken naar (inter)nationale institutionele beleggers, in de vorm van "nationale hypotheekobligaties" die zouden worden uitgegeven door de Nationale Hypotheekinstelling. Momenteel bedraagt de hypotheekportefeuille van Nederlandse banken die valt onder de nationale hypotheekgarantie (NHG), en dus uiteindelijk wordt gegarandeerd door de overheid, 150 miljard euro (ongeveer 25 % van het bbp). Door hypotheekleningen van verschillende banken te bundelen en de garantiestructuur van de hypotheekproducten te vereenvoudigen, zou de liquiditeit van de markt voor deze gesecuritiseerde producten kunnen worden verbeterd. Afhankelijk van de omvang ervan kan de NHI aan de verkorting van de bankbalansen en de verkleining van hun depositofinancieringsgat bijdragen, een verhoging van de hypotheekrente in de hand werken en de woningmarkt helpen stimuleren.¹

¹ Deze redenering laat een eventuele toekomstige uitspraak van de Europese Commissie over de mededingingsaspecten van dit vraagstuk onverlet.

verzekeringsmaatschappijen op de hypotheekmarkt zou kunnen bijdragen aan het evenwicht.

Hypotheeken zijn langetermijninvesteringen met in het algemeen een vaste rente, waardoor zij relatief geschikt zijn om te gebruiken als dekking voor langetermijnverplichtingen van bijvoorbeeld pensioenfondsen.

Levensverzekeringsmaatschappijen zijn al actief geworden op de Nederlandse hypotheekmarkt: hun hypotheekportefeuille is de afgelopen twee jaar met 28 % gegroeid. Om particuliere Nederlandse pensioenfondsen aan te moedigen om zich meer op deze markt te begeven, moet worden gezorgd voor passende investeringsstimulansen wat de afruil tussen risico en rendement betreft.

Wellicht kunnen ook gedekte obligaties bijdragen tot een beter financieringsprofiel.

Op korte termijn is daarvoor evenwel waarschijnlijk weinig extra ruimte omdat de daaruit voortvloeiende activabezwarende tot een hoger kredietrisico voor andere leningverstrekkers, waaronder depositohouders, kan leiden. Er bestaat een afruil tussen de zekerheid voor houders van gedekte obligaties en de gevolgen voor concurrente crediteuren. Dit evenwicht wordt onder andere bepaald door de mate waarin banken meer activa als zekerheid verstrekken dan zij aan financiering ontvangen (overpanding). Aangezien de Nederlandse hypotheekmarkt wordt gekenmerkt door hoge loan-to-value-ratio's, met traditioneel een groot deel aflossingsvrije hypotheeken, bedraagt deze overpanding doorgaans meer dan 25 % voor Nederlandse gedekte obligaties (wat in vergelijking met het buitenland een grote marge is). Activabezwarende leidt ook tot meer vervlechting en procycliciteit van het financiële systeem. Door een passend niveau van overpanding en transparantie en adequate prijsstelling van de bezwarende zou het mogelijk zijn banken tot discipline te dwingen, beleggers te bewegen tot een passende risicobeoordeling en het vertrouwen van de markt te vergroten.

Uiteindelijk moeten banken hun balansen zodanig structureren dat er een beter evenwicht komt tussen binnenlandse activa en passiva, met minder schulden en minder looptijdtransformatie. Conform Bazel III moeten banken hun kapitaalpositie versterken. Het zal echter enige tijd duren eer de buffers het vereiste niveau hebben bereikt, omdat eerst de geleden

verliezen moeten worden gecompenseerd. In deze sombere tijden van onzekere economische groei vormt dat een obstakel voor de winstgevendheid. Een zorgelijke ontwikkeling is dat de snelle groei van de kapitaalratio's in 2008 en 2009 nu afvlakt. Vorig jaar nam de solvabiliteit van de banken zelfs licht af. Banken moeten ook hun liquiditeitspositie verbeteren. In Bazel III zijn normen vastgesteld voor de kortetermijnliquiditeit en langeretermijnfinanciering. Voor Nederlandse banken ligt de uitdaging vooral op het laatste terrein. Ondanks hun hoge risicogewogen kapitaalratio hebben Nederlandse banken nog steeds een betrekkelijk hoge schuldenlast in vergelijking met het buitenland. Door het inkrimpen van de balans om deze schuldenlast te verminderen is evenwel de kredietverstrekking aan huishoudens en bedrijven onder druk komen te staan. Ten slotte moeten banken voldoende transparant zijn over de risico's aan de activazijde van hun balans.

De inspanningen om de financiering van banken te verbeteren, samen met de inspanningen om de kwetsbaarheid van de balans van de huishoudens te verminderen, en bredere initiatieven om "opgesloten" kapitaal in andere delen van de economie te mobiliseren, kunnen van groot belang zijn voor de ontwikkeling van de intersectorale balansposities en financieringsstromen. De potentiële onevenwichtigheden in de Nederlandse economie zouden hierdoor kunnen worden gereduceerd, evenals de kwetsbaarheid voor financiële en conjuncturele schokken. Het zal evenwel tijd vergen om het evenwicht in deze situatie te herstellen.

5. BELEIDSTAKEN

Uit de hier uiteengezette analyse blijkt dat de macro-economische ontwikkelingen met betrekking tot de schuld van de particuliere sector en de druk om deze schuld af te bouwen, naast de nog bestaande inefficiënties op de woningmarkt, een uitdaging voor Nederland blijven vormen. In de landenspecifieke aanbevelingen voor Nederland van 2012 en 2013 was ook al een beleidsaanbeveling met betrekking tot de woningmarkt opgenomen. De volledige beoordeling van de bij de tenuitvoerlegging van die aanbevelingen geboekte vooruitgang zal plaatsvinden naar aanleiding van de beoordeling van het nationaal hervormingsprogramma en het stabiliteitsprogramma van Nederland in het kader van het Europees semester 2014. Daarnaast vraagt de ontwikkeling van de lopende rekening om aandacht, hoewel het omvangrijke overschot op deze rekening geen risico's voor de stabiliteit op korte termijn oplevert. Het overschot hangt samen met conjuncturele invloeden, maar ook met dieper ingebedde structurele kwesties, zoals de factoren die bepalend zijn voor sectoroverschrijdende financiering, spaar- en beleggingspatronen en het functioneren van de arbeidsmarktinstanties.

Er zijn verschillende mogelijkheden om de in deze evaluatie gesignaleerde uitdagingen aan te pakken.

Nederland heeft omvangrijke financiële stromen vanuit het buitenland aangeboord op een innovatieve, maar potentieel riskante wijze die zou kunnen worden heroverwogen. Het spaargeld van de Nederlandse huishoudens komt in de eerste plaats terecht bij pensioen- en verzekeringsconstructies, die deze voor een groot deel doorsluizen naar het buitenland. De afgelopen jaren is het nettorendement van deze institutionele beleggers teleurstellend geweest en sinds 2008 zijn hun buffers om financiële tegenslagen op te vangen aanzienlijk geslonken. Nederlandse huishoudens sparen op grote schaal voor pensioenen en zijn daarnaast aanzienlijke bruto hypotheekschulden aangegaan, die op hun beurt de financieringspatronen van de financiële sector hebben bepaald. Tegelijk zijn de geregistreerde besparingen van de niet-financiële vennootschappen dankzij de winsten van buitenlandse filialen nogal fors opgelopen, zodat een netto spaaroverschot is ontstaan. Vanwege de geografische ligging, historische banden, een van oudsher sterke concurrentiepositie en een solide en

geloofwaardig institutioneel kader is Nederland een knooppunt van internationale handels- en kapitaalstromen geworden. Daardoor konden niet-financiële vennootschappen (meestal multinationals) BDI en inkomstenstromen via entiteiten in Nederland van een onderneming in het ene land doorsluizen naar dochterondernemingen of filialen in andere landen. Met een gedeeltelijke en geleidelijke bijsturing van de totale besparings- en financieringsstromen in de richting van evenwichtigere sectorale patronen kunnen de risico's worden verkleind.

Winstgevende, sterk concurrerende segmenten van de economie kunnen helpen om de binnenlandse vraag op peil te houden. Door in institutioneel verband gebruik te maken van de bestaande mogelijkheden voor gedifferentieerde loonsverhogingen zou het inkomen van huishoudens kunnen worden ondersteund. Bij een dergelijke aanpak dient uiteraard naar behoren rekening te worden gehouden met de situatie waarin ondernemingen verkeren wat hun productiviteit, winstgevendheid en bestaande kapitaalbuffers betreft, ten einde hun levensvatbaarheid en concurrentievermogen niet te verzwakken. Het ernstige en langdurige karakter van de malaise sinds de crisis wijst erop dat een meer robuuste inkomensontwikkeling gunstig zou zijn voor het herstel en het economisch evenwicht.

De laatste tijd is er sprake van trage productiviteitstijging en geringe toegevoegde waarde van de wederuitvoer, het sterkst groeiende uitvoersegment. Conjuncturele effecten, financieringsknelpunten, een aanhoudende onzekerheid en de gevolgen van de (verwachte) balansaanpassingen lijken allemaal een rol te spelen in de relatief lage investeringen in vaste activa, hoewel er mogelijk ook een structureel element in het geding is. Voor ondernemingen zijn binnenlandse en buitenlandse investeringen niet altijd in evenwicht gebracht. Een evenwichtige aanpassing van de spaar- en beleggingspatronen in de gehele Nederlandse economie zou een positief effect hebben op het investeringsklimaat en het groeipotentieel, en zou daarmee de economische vooruitzichten op lange termijn verbeteren.

De lopende beleids- en toezichtsmaatregelen om de prikkel voor huishoudens om

hypotheekschulden aan te gaan te verminderen en tevens de loan-to-value-ratio te verlagen, moeten uiteindelijk leiden tot een lagere woninggerelateerde schuldquote en hefboomratio. Gezien de omvang van de schuld valt een lange aanpassingsperiode evenwel niet uit te sluiten. De regelgevingsmaatregelen, met name de beperking van de hypotheekrenteaftrek, zullen pas op zeer lange termijn effect beginnen te sorteren en hebben een discriminerende werking op nieuwe hypotheekleningen ten opzichte van bestaande.

Hoewel maatregelen zijn getroffen om de starheid op de woningmarkt te corrigeren, functioneert de particuliere huursector nog steeds niet optimaal. Er is nog steeds sprake van inefficiënties en doodgewichtverliezen in verband met de activiteiten van sociale woningcorporaties. Op dit terrein moeten ook hervormingen worden doorgevoerd om bewoners van sociale huurwoningen naar behoren te beschermen en rekening te houden met de positieve externe factoren van de geldende regelgeving op het gebied van ruimtelijke ordening.

De beleidsmakers staan nu vooral voor de taak om de balansaanpassingen in de hand te houden, de groei te stimuleren en tegelijk de overheidsfinanciën te stabiliseren. Gezien het ernstige en langdurige karakter van de malaise als gevolg van de mondiale financiële crisis houdt de druk om de schuld af te bouwen waarschijnlijk nog wel enige tijd een risico voor en een remmend effect op het herstel in. Derhalve is het belangrijk om een passend evenwicht te vinden tussen enerzijds de noodzaak om aanpassingen door te voeren, en anderzijds de wenselijkheid om de bedrijvigheid op korte termijn te ondersteunen. Op lange termijn zouden de voordelen van de hervormingen nog groter kunnen uitvallen indien, na een succesvolle stabilisatie van de overheidsfinanciën, een deel van de budgettaire besparingen via belastingvermindering zou worden teruggesluisd naar de economie om de arbeidskosten terug te dringen, de investeringen te bevorderen, of een combinatie van dergelijke maatregelen.

Tekstkader 5.1: Een norm voor de lopende rekening

Voor de beoordeling van de externe saldi wordt vaak gebruik gemaakt van panelregressies voor meerdere landen om de factoren te identificeren die de lopende rekening bepalen¹. Daarbij wordt nagegaan welk deel van het saldo op de lopende rekening kan worden verklaard door "fundamentele" variabelen (zoals hulpbronnen of demografische factoren) en welk deel door tijdelijke/beleidsmatige variabelen (zoals het begrotingssaldo). Het gemeenschappelijke kenmerk van dergelijke regressieanalyses is dat zij voornamelijk rekening houden met het spaar-/investeringsperspectief van de lopende rekening (via variabelen zoals de vergrijzing), aangevuld met het handelsperspectief (via variabelen zoals de ruilvoet)

Dergelijke panelregressies betreffen een "gereduceerde vorm" en zijn datagestuurd, waardoor een aanzienlijk deel van het saldo op de lopende rekening niet wordt verklaard² De interpretatie van die residuen wisselt: in een "normatief" deel van de literatuur wordt het niet-verklaarde deel beschouwd als de afwijking van de feitelijke lopende rekening ten opzichte van wat kan worden verklaard op basis van fundamentele variabelen. Volgens de "positieve" visie hangen deze residuen evenwel samen met variabelen die nog niet zijn meegerekend (bijvoorbeeld "zachte" factoren, zoals cultuur of een bijzondere beleidskoers)³. Ondanks dergelijke semantische verschillen blijft het hoofddoel de schatting van het deel van de lopende rekening dat kan worden verklaard op basis van "harde" factoren.

De schatting hieronder vormt een illustratie van de panelregressiemethode volgens de meest recente inzichten (zoals aangestuurd door het IMF, 2012), waarbij wordt getracht multilaterale consistente schattingen van saldi op lopende rekeningen te maken. Volgens deze methode, die rekening houdt met het feit het saldo van alle lopende rekeningen ter wereld uiteindelijk nul bedraagt, worden de saldi beïnvloed door *verschillen* tussen landen in tijdelijke en fundamentele variabelen⁴. Zo wordt de vergrijzing vaak genoemd als reden voor de grote omvang van het spaargeld en de lage investeringen in Nederland. Voor het saldo op de lopende rekening is het echter niet van belang of de Nederlandse bevolking vergrijst, maar of het land sneller vergrijst dan de handels- en financiële partners.

Technisch gezien betreft deze schatting een panelregressie voor 64 landen waarbij het saldo op de lopende rekening wordt verklaard vanuit een breed scala van variabelen, waarbij de IMF-methode van 2013 nauwkeurig is gevolgd. De steekproef van landen omvat meer dan 90 % van de wereld en de schatting betreft de periode tussen 1986 en 2012 (totaal aantal observaties: 1263). De gebruikte variabelen zijn dezelfde als die van het IMF (2013), met uitzondering van de grondstoffenruilvoet en de institutionele structuur (die marginaal significant zijn). Toegevoegde variabelen zijn de investeringen in de bouw als percentage van het bbp, de kredietgroei en de verandering van de REWK (alle drie met vertraging en in vergelijking met de rest van de wereld). Voor elke variabele wordt de factor van het land in % van het bbp vergeleken met die van het bbp-gewogen mondiale gemiddelde. De schatting omvat voor elke factor elasticiteiten waarmee de bijdrage aan het saldo op de lopende rekening van elk land in de steekproef kan worden berekend. De niet-verwaarloosbare statistische onzekerheid van deze geschatte elasticiteiten is vergelijkbaar met die van andere studies op dit terrein.

1 Zie Salto en Turrini (2010) voor een literatuuroverzicht.

2 Daartegenover staat de meer theoriegestuurde "structurele" visie, waarbij het saldo op de lopende rekening volledig wordt verklaard vanuit een theoretisch standpunt.

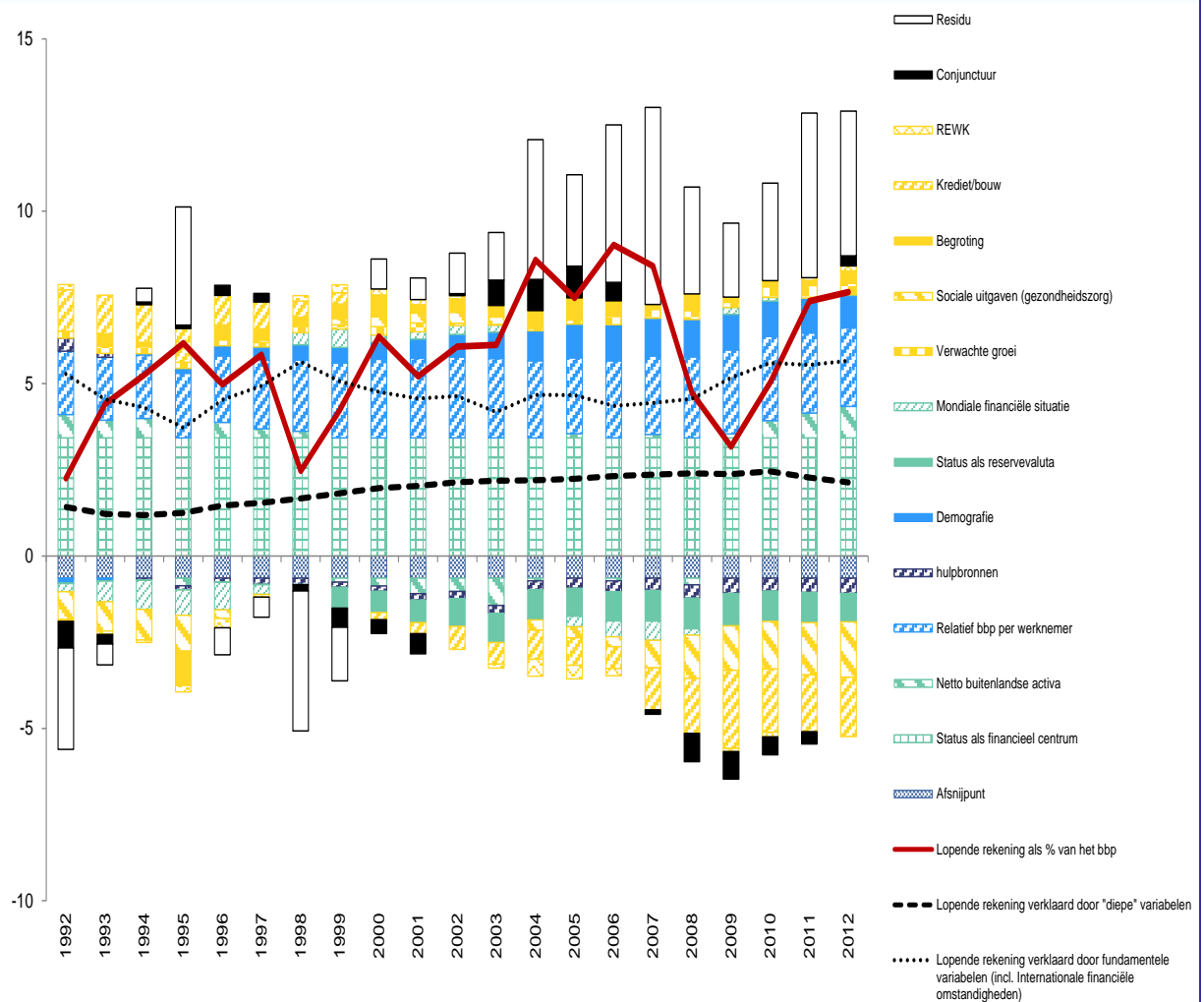
3 Binnen deze visie wordt het verklaarde deel van het saldo op de lopende rekening voor een land opgevat als een "typisch" saldo gezien de kenmerken van het land.

4 Gezien de aard van de schatting kunnen de resultaten het best worden bekeken in comparatieve termen. Zo bepaalt volgens grafiek 1 de vergrijzing het bbp van 2012 voor ca. 1 %. Binnen ons model en deze steekproef betekent dit dat het Nederlandse vergrijzingspatroon in vergelijking met de andere landen in de steekproef verklaart dat het saldo op de lopende rekening 1 procentpunt hoger is dan wanneer de vergrijzing vergelijkbaar zou zijn met die van het "gemiddelde land".

(vervolg op de volgende bladzijde)

Tekstkader (vervolg)

1. Volgens de schattingen bedraagt het fundamentele overschot op de lopende rekening, dat wil zeggen het overschot dat kan worden verklaard uit de onderliggende economische omstandigheden, ongeveer 5 % en ligt het sinds begin jaren negentig op dat niveau voor de steekproef in zijn geheel (grafiek 1). In deze analyse wordt onderscheid gemaakt tussen de "diepe" factoren (demografie, olie- en gasreserves, relatief bbp per werknemer, en de constante⁵ - weergegeven in blauw) en internationale financiële factoren, variabelen die een land slechts gedeeltelijk of zeer langzaam kan beïnvloeden (een index van de financiële stabiliteit, de status van reservevaluta en de netto buitenlandse activa - weergegeven in groen). Aangezien een land deze nauwelijks kan beïnvloeden, worden deze in sommige studies beschouwd als onderdeel van de fundamentele variabelen⁶. De status van Nederland als **financieel centrum** speelt een belangrijke rol in termen van fundamenteel gedrag. In de praktijk valt deze status samen met overschotten op de lopende rekening die vergelijkbaar zijn met Luxemburg, Zwitserland, Singapore of andere offshore financiële centra. Andere bepalende factoren heffen elkaar grotendeels op in het geval van Nederland. De **demografische situatie** lijkt voor ten minste 1 procentpunt bij te dragen aan het totale overschot. Dit komt overeen met de resultaten van de meeste empirische studies over verschillende landen waarbij demografische variabelen werden geïdentificeerd als verklarende factoren voor het saldo op de lopende rekening.



(vervolg op de volgende bladzijde)

Tekstkader (vervolg)

2. Macrovariabelen die beleidsgerelateerd zijn dan wel het gevolg van economisch gedrag⁷, weergegeven in geel, dragen doorgaans negatief bij aan het overschot: sociale zekerheidsuitgaven ontmoedigen huishoudens om te sparen uit voorzorg en dragen daardoor in negatieve zin bij aan het saldo op de lopende rekening (zoals in de meeste ontwikkelde economieën). Hetzelfde geldt voor de hoge particuliere schuld, hoewel het effect daar minder sterk is dan in andere eurolanden als gevolg van de zwakke Nederlandse investeringen in de bouw (in vergelijking met andere landen). Het feit dat Nederland sneller bezuinigd heeft dan vergelijkbare economieën heeft in lichte mate bijgedragen tot de toename van het Nederlandse overschot op de lopende rekening van de afgelopen jaren.

3. In 2012 lag het conjunctuurgezuiverde overschot lager dan nu. In dat jaar was de Nederlandse output gap groter dan die van de handelspartners, wat de tamelijk kleine positieve bijdrage van de conjunctuurcyclus verklaart. De jaren daarvoor was de situatie omgekeerd.

4. Ten slotte blijkt uit de resultaten voor de periode sinds 2004 dat een aanzienlijke component niet kan worden verklaard met dit model. Met andere woorden: noch de positie in de conjunctuurcyclus (van Nederland of zijn partners), noch beleidskeuzes of de onderliggende economische behoeften, verklaren dit residu van het overschot. De daling van het overschot tussen 2006 en 2009 kan deels worden verklaard door beleidsvariabelen (met name het uit de pan rijzende binnenlandse krediet), maar tot nu toe kan de snelle stijging van het overschot sinds 2009 niet empirisch worden verklaard met deze regressieanalyse.

5 De constante hangt technische gezien samen met de opzet van de schatting en weerspiegelt de samenstelling van de steekproef. In vergelijkbare studies is de constante van vergelijkbare omvang.

6 De hier gebruikte fundamentele variabelen die het saldo van de lopende rekening bepalen, omvatten de "fundamentele" factoren die worden gebruikt in de gevestigde wetenschappelijke literatuur op dit terrein. Er bestaat evenwel minder consensus over de juiste set beleids- (of niet-fundamentele) variabelen.

7 In deze analyse is rekening gehouden met de volgende beleidsvariabelen: de REWK, de uitgaven aan de gezondheidszorg (als indicator voor sociale infrastructuur), investeringen in de bouw, binnenlands krediet, begrotingsbeleid en de verwachte groei van het bbp (als indicator voor het onderliggende groeipotentieel). Deze variabelen zijn vrij divers van aard en slechts een paar worden rechtstreeks beïnvloed door overheidsbeleid. Alle variabelen worden evenwel rechtstreeks beïnvloed door de economische actoren in een land.

REFERENTIES

De Nederlandsche Bank (2014), Gedifferentieerde loonontwikkeling doet recht aan sectorale verschillen, DNBulletin, 7 februari 2014.

De Nederlandsche Bank (2013a), Overzicht Financiële Stabiliteit, nr.18, oktober 2013.

De Nederlandsche Bank (2013b), Minder geld in de huishoudportemonnee, DNBulletin, 23 juli 2013.

De Nederlandsche Bank (2013c), Nederlands lopende rekeningoverschot gevoelig voor dividenduitkeringen, DNBulletin, 12 februari 2013.

Europese Centrale Bank (2013), Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area, november 2013.

Europese Commissie (2012), Current Account Surpluses in the EU, European Economy, vol. 9, december 2012.

Europese Commissie (2013), Macroeconomic Imbalances - The Netherlands, Occasional Papers, No. 140, april 2013.

Internationaal Monetair Fonds (2013), External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background, IMF, Washington D.C.

Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2013). CAO-Afspraken 2012. Den Haag.

Centraal Planbureau (2013), Macro Economische Verkenning. Den Haag.

Centraal Planbureau (2013), CPB Financial Stability Report 2013.

Salto & Turrini (2010), Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment, European Economy – Economic Papers, nr. 427.

Vandevyvere, W. (2012), The Dutch current account balance and net international investment position, European Economy – Economic Papers nr. 465, Brussel.

Vandevyvere, W. & Zenthöfer, A. (2012), The Housing market in the Netherlands, European Economy – Economic Papers nr. 457, Brussel.