



Centraal Planbureau

CPB Achtergronddocument | 28 augustus 2014

Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen

Cees Jansen
Marco Ligthart

Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen

CPB Achtergronddocument

Cees Jansen¹

Marco Ligthart

Augustus 2014

¹ De auteurs bedanken het ministerie van Economische Zaken voor de financiering en begeleiding (Raoul Leering en Paul van Zijl) van het project en Ronald Nelisse (CBS) voor het beantwoorden van onze vragen. Verder worden diverse collega's bedankt die commentaar hebben geleverd, in het bijzonder Albert van der Horst .

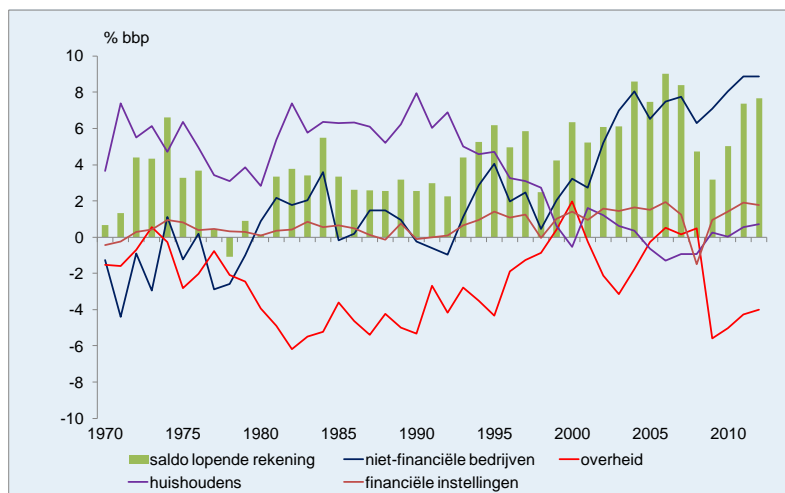
Inhoud

- 1 Inleiding—3
- 2 Factoren achter toename besparingen NFB—6
 - 2.1 Besparingen NFB in historisch en internationaal perspectief—6
 - 2.2 Analyse besparingen NFB naar ondernemingstype—14
- 3 Factoren achter afname investeringen NFB—24
 - 3.1 Investeringsquote NFM in historisch perspectief—25
 - 3.2 Investeringsquote NFM in internationaal perspectief—32
 - 3.3 Achterblijvende investeringen: onderliggende factoren—37
 - 3.4 Achterblijvende investeringen (nog) niet nadelig voor productiviteit—39
- 4 Spaaroverschot NFB, spaarsaldo huishoudens en saldo lopende rekening betalingsbalans—41
- 5 Conclusies—43

1 Inleiding

Sinds 1981 kent Nederland onafgebroken een spaaroverschot: de nationale besparingen overtreffen de nationale investeringen. Dit overschot, dat per definitie gelijk is aan het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, bedraagt in 2012 7,7% bbp.² Het hoge overschot op de Nederlandse lopende rekening van de betalingsbalans wordt volledig gedragen door de spaardrift van niet-financiële bedrijven (NFB; figuur 1.1). Sinds de eeuwwisseling is het verschil tussen bruto besparingen en investeringen van NFB gestegen tot recordhoogte.³ Daarentegen is het spaaroverschot van huishoudens sterk teruggelopen.

Figuur 1.1 Sectorale bijdrage aan Nederlandse saldo lopende rekening



Bron: CBS.

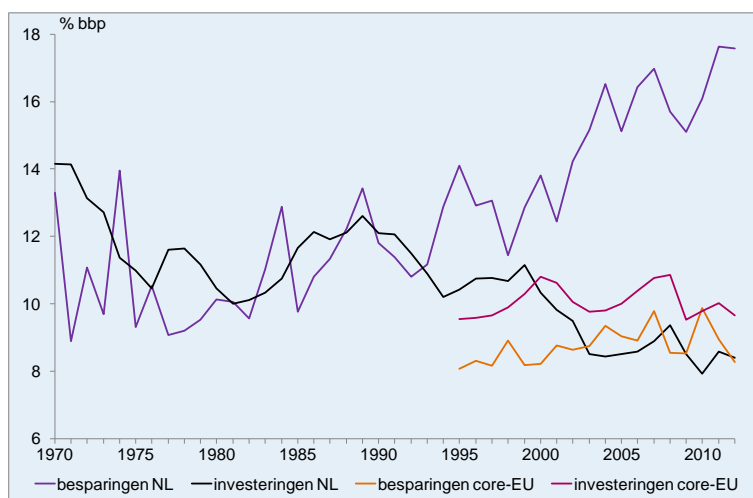
De ontwikkeling van het overschot op de lopende rekening en daarmee van de bedrijfsbesparingen en investeringen staat midden in de discussie over macro-economische onevenwichtigheden in Nederland. Het kan een indicatie zijn dat Nederland te weinig investeert en/of te veel spaart. Deze discussie is overigens niet nieuw. Zo wees Bovenberg (1991) al op het onbehagen over de overvloed aan particuliere besparingen die via het internationale kapitaalverkeer naar het buitenland afvloeit, terwijl tegelijkertijd het binnenlandse arbeidspotentieel onvolledig benut wordt en de overheidsbesparingen negatief zijn. Sinds het begin van de jaren negentig is de omvang van het internationale kapitaalverkeer snel toegenomen. Daardoor konden binnenlandse investeringen en

² Het saldo lopende rekening is hier gelijkgesteld aan het saldo lopende transacties van het buitenland met Nederland conform het CBS. Dit wijkt af van het nationale spaaroverschot (vorderingensaldo) en van het saldo lopende rekening zoals vastgesteld door DNB. De verschillen tussen deze saldi worden veroorzaakt door definitie- en meetverschillen. Zie Eggelte, Hillebrand et al. (2014) voor een aansluiting tussen deze begrippen. Door de (hier niet verwerkte) revisie van de Nationale rekeningen (zie ook tekstkader) wordt beter aangesloten bij de achterliggende brongegevens van DNB. In 2010 is hierdoor het saldo van de inkomensbalans met 12,8 mld euro bijgesteld. Samen met een bijstelling van het handelssaldo verklaart dit grotendeels de verhoging van het vorderingensaldo op het buitenland in 2010 met 19,7 mld euro.

³ Het spaaroverschot wordt ook beïnvloed door voorraadvorming, kapitaaloverdrachten en aan- en verkopen van niet-geproduceerde niet-financiële activa (voornamelijk grond). Deze restpost is bij NFB en de overheid in 1995 uitzonderlijk groot door de zogenoemde Balansverkorting Volkshuisvesting. Hiervoor is in figuur 1.1 gecorrigeerd.

nationale besparingen zich onafhankelijker van elkaar ontwikkelen⁴; zeker binnen de EMU omdat de wisselkoersrisico's geheel weggenomen zijn. De grenzen daarvan, met name voor tekortlanden, kwamen scherp naar voren bij de Europese schuldencrisis. Deze crisis toonde de grote economische en financiële verwevenheid tussen lidstaten aan en daarmee het belang van het voorkomen en mitigeren van buitensporige macro-economische onevenwichtigheden. In dit licht beoordeelt de Europese Commissie sinds kort op reguliere basis alle lidstaten op mogelijke onevenwichtigheden. Dit gebeurt aan de hand van de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure, een signaleringsmechanisme gebaseerd op een 'scorebord' met elf hoofdindicatoren, waaronder het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Als het scorebord aangeeft dat er mogelijk schadelijke onevenwichtigheden zijn, voert de Commissie een uitgebreidere analyse (*In-Depth Review; IDR*) uit naar de ontwikkelingen in de betreffende lidstaat. Mede op basis van deze analyse worden, indien nodig, landenspecifieke aanbevelingen opgesteld, ter correctie van economische onevenwichtigheden. De Commissie heeft tot nu toe twee van dergelijke diepteanalyses over de Nederlandse economie gepubliceerd, waarin uitgebreid aandacht wordt besteed aan het hoge spaaroverschot van NFB. In het eerste IDR benadrukt de Europese Commissie (2013) het belang van globalisering en financiële integratie voor het ontstaan van dit spaaroverschot. Het tweede IDR (Europese Commissie, 2014, blz. 22) gaat dieper in op de rol van multinationals, maar stuit daarbij op het gebrek aan statistische informatie: *Data limitations, partly linked to statistical confidentiality, limit the extent to which more light can be shed on the role of multinationals and the possible associated upward biases to the measured current account balance.*

Figuur 1.2 Bruto besparingen en investeringen vaste activa NFB



Bron: CBS en Eurostat.

⁴ In een gesloten economie zijn deze aan elkaar gelijk. Bovenberg (1991) wijst erop dat afzonderlijke micro-economische prikkels steeds belangrijker worden voor de ontwikkeling van besparingen en investeringen.

Tegen deze achtergrond geeft dit document feitelijke informatie over en een eerste duiding van het spaaroverschot van niet-financiële bedrijven. De sterke toename van dit spaaroverschot sinds begin jaren negentig weerspiegelt voor circa drie vijfde deel een stijging van de spaarquote en voor circa twee vijfde deel een daling van de investeringsquote.⁵ Ook in andere hoogontwikkelde landen is een dergelijke ontwikkeling zichtbaar⁶, maar er is in veel mindere mate sprake van een blijvend en stijgend spaaroverschot van NFB. In dit document wordt de Nederlandse ontwikkeling afgezet tegen die van andere landen die qua economische ontwikkeling vergelijkbaar zijn.⁷ Daarbij worden alleen eurolanden meegenomen omdat de ontwikkeling van het spaaroverschot beïnvloed is door de financiële integratie binnen de eurozone. Als vergeleken wordt met deze core-EU (België, Duitsland, Frankrijk, Italië) is de Nederlandse ontwikkeling uitzonderlijk, vooral die van de besparingen (figuur 1.2).

De opbouw van het document is als volgt. Paragraaf 2 geeft statistische informatie over factoren die een rol spelen bij de recente ontwikkeling van de besparingen van niet-financiële bedrijven en paragraaf 3 van de investeringen. In paragraaf 4 wordt kort ingegaan op de relatie tussen het spaaroverschot van NFB en het lopende rekening overschot. Paragraaf 5 trekt conclusies.

⁵ In dit Achtergronddocument worden bruto (niet gecorrigeerd voor afschrijvingen) cijfers geanalyseerd. Voor internationale vergelijking en vergelijking met resultatenrekeningen van ondernemingen verdient dit de voorkeur omdat afschrijvingen in de nationale boekhouding van verschillende landen respectievelijk in bedrijfseconomische boekhoudingen op een andere manier worden berekend.

⁶ Zie bijvoorbeeld André et al. (2007), IMF (2006) en Chamberlin (2008).

⁷ Zie Leering en Schotten (2012).

2 Factoren achter toename besparingen NFB

In deze paragraaf worden de verschillende componenten van de besparingen van NFB geanalyseerd en wordt bezien waarvoor deze besparingen worden aangewend. In paragraaf 2.1 gebeurt dat op basis van de sectorrekeningen van de Nationale rekeningen (NR). Deze macrogegevens hebben het voordeel dat consistente tijdreeksen voor een lange periode beschikbaar zijn, die ook internationaal kunnen worden vergeleken. Bovendien kan de relatie met andere sectoren worden geanalyseerd. Op macroniveau worden echter belangrijke heterogeniteiten tussen ondernemingen gemaskeerd. Daarom wordt in paragraaf 2.2 deze analyse aangevuld met gegevens uit de statistiek Financiën (Grote Ondernemingen (SFO/SFGO)). Deze statistiek geeft inzicht in de balansgegevens en resultatenrekeningen en biedt de mogelijkheid om verschillende typen ondernemingen naar gelang de mate van internationalisatie te onderscheiden. Internationale vergelijking is echter niet mogelijk. Bovendien is de aansluiting met de macrogegevens lastig.

2.1 Besparingen NFB in historisch en internationaal perspectief

2.1.1 Inleiding

De analyse in paragraaf 2.1 is gebaseerd op de sectorrekeningen van het CBS en van Eurostat.⁸ Daarin omvat de sector niet-financiële vennootschappen (hier: bedrijven) alle (quasi-) vennootschappen en coöperatieve verenigingen met als hoofdfunctie het produceren van goederen en verhandelbare niet-financiële diensten.⁹ Ook overheidsbedrijven (zoals de Nederlandse Spoorwegen) en instellingen zonder winstoogmerk (zoals ziekenhuizen en woningcorporaties) die voor de markt produceren behoren ertoe. Daarentegen zitten zelfstandigen bij de sector huishoudens. Deze sectorafbakening wordt hier als gegeven beschouwd, hoewel voor de onderhavige analyse de niet-financiële marktsector¹⁰ relevanter zou zijn. In de sectorrekeningen worden gegevens over niet-financiële transacties (zoals toegevoegde waarde, investeringen en besparingen) gecombineerd met financiële transacties (vorderingen en schulden per vermogenstitel) om een volledig beeld te krijgen van de interne en externe financiering. Bovendien worden deze transacties gecombineerd met ‘andere’ veranderingen (herwaarderingen, wisselkoersmutaties) zodat financiële balansen kunnen worden opgesteld. De financiële activa en passiva worden daarbij gewaardeerd tegen marktprijzen. Deelnemingen en het uitstaande aandelenkapitaal kunnen daardoor grote fluctuaties vertonen. Voorts wordt in de Financiële rekeningen vergaand geconsolideerd binnen de sectoren. Deze conceptuele

⁸ Zie L. Bê Duc en G. Le Breton (2009) voor een toelichting op het gebruik van deze *flows-of-funds data*.

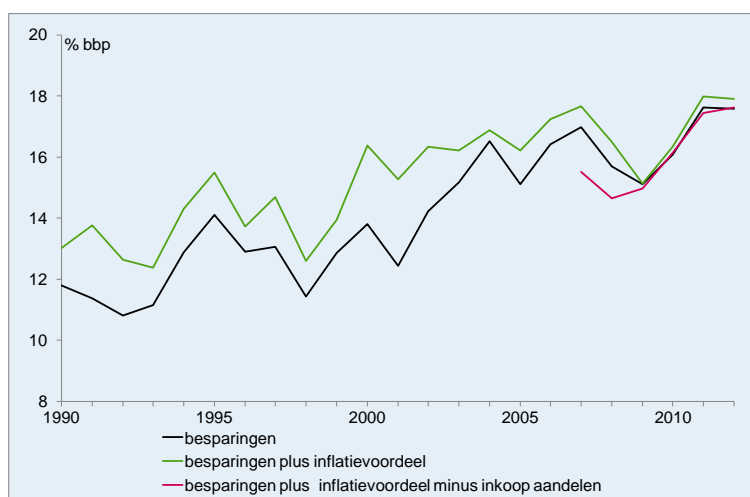
⁹ Bijzondere Financiële Instellingen (brievbusfirma's) worden gerekend tot de sector financiële instellingen.

¹⁰ Exclusief zorg, exploitatie van onroerend goed en delfstoffenwinning.

keuzes hebben grote invloed op de uitkomsten, zoals ook de revisie van de NR laat zien (zie kader). Voorts bestaan er grote inhoudelijke verschillen tussen de nationale boekhouding en de bedrijfseconomische boekhouding zoals weergegeven in de SFO (zie par. 2.2.1).

Het meten van de besparingen in de NR is niet zonder problemen; in figuur 2.1 zijn twee mogelijke correcties aangebracht.¹¹ De eerste correctie betreft het effect van de inflatie op de besparingen. De toename van de besparingen van NFB is mede het gevolg van verminderde rentebetalingen door een lagere nominale rentevoet in de huidige periode met beperkte inflatie. Aangezien de schulden van NFB hun vorderingen overtreffen, vermindert inflatie echter de reële waarde van de netto verplichtingen. Dit inflatievoordeel is momenteel klein. De tweede correctie betreft de inkoop van eigen aandelen: in de praktijk is dit een alternatief voor het uitkeren van dividenden. In de NR heeft deze inkoop in tegenstelling tot dividenduitkeringen echter geen effect op de besparingen van NFB: het wordt gezien als een aanwending daarvan. Alleen al in 2007 werd door NFB voor 12,3 mld euro (2,2% bbp) ingekocht.¹² Ook in 2008 was de inkoop van aandelen omvangrijk (1,9% bbp), maar in de jaren daarna nam het belang aanzienlijk af (gemiddeld 0,3% bbp in de periode 2009-2013). Figuur 2.1 laat zien dat ook als met deze correcties rekening wordt gehouden, de besparingen van NFB de afgelopen decennia sterk zijn toegenomen.

Figuur 2.1 Bruto besparingen NFB gecorrigeerd voor inflatievoordeel en inkoop aandelen



Bron: CBS en eigen berekeningen. Het inflatievoordeel is berekend door de schulden minus de vorderingen van NFB te vermenigvuldigen met de bbp-deflator.

¹¹ Zie IMF (2006) en André et al. (2007).

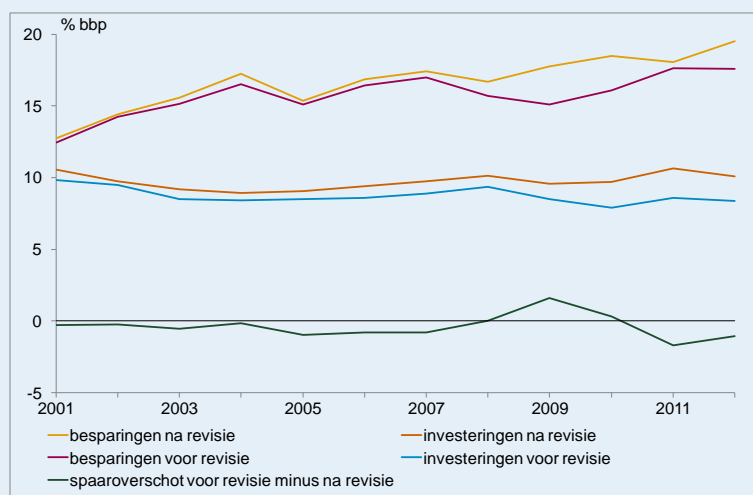
¹² CBS informatie is beschikbaar vanaf het jaar 2007. Van Ees et al. (2008) laten zien dat ook in 2006 de inkoop van eigen aandelen zeer omvangrijk was.

Revisie Nationale rekeningen en spaaroverschot NFB

In dit Achtergronddocument is de revisie van de Nationale rekeningen (CBS, 2014) niet verwerkt. Bij het afsluiten van de berekeningen waren voor andere Europese landen nog geen gereviseerde cijfers beschikbaar. Bovendien zijn de nieuwe CBS-cijfers momenteel beschikbaar vanaf 2001, wat een historische analyse bemoeilijkt.

Bij de revisie is sprake van veranderingen in de macro-economische cijfers door aanpassing van richtlijnen (definities) en door het gebruik van nieuwe of verbeterde gegevensbronnen. De belangrijkste conceptuele verandering bij NFB betreft de behandeling van onderzoeks- en ontwikkelingsuitgaven (R&D). Tot aan deze revisie werden de uitgaven voor R&D als intermediair gebruik (lopende uitgaven) beschouwd. De nieuwe richtlijnen geven aan dat R&D geboekt moeten worden als investering. Investeringen gaan langer dan één jaar mee in het productieproces en komen niet direct, maar geleidelijk (via afschrijvingen), ten laste van de toegevoegde waarde. Een andere conceptuele wijziging is dat met ingang van deze revisie hoofdkantoren worden afgesplitst van de onderneming en bij de sector financiële instellingen worden ingedeeld, waardoor transacties binnen concernverband zichtbaar worden. Deze wijziging leidt tot veranderingen in balansstanden, rente en dividenden; per saldo zijn er geen gevolgen voor inkomen, winst en vermogen van NFB. De figuur laat zien dat door definitiewijzigingen en door wijzigingen van gegevensbronnen zowel de bruto investeringen als de bruto besparingen van NFB hoger uitkomen. Het effect op het spaaroverschot (vorderingensaldo) van NFB is per saldo beperkt.(a)

Bruto besparingen, investeringen vaste activa en spaaroverschot NFB, voor en na revisie



Bron: CBS.

(a) Het spaaroverschot wordt ook beïnvloed door enkele andere posten, die meestal relatief klein zijn (zie voetnoot 3).

2.1.2 Opbouw besparingen

In tabel 2.1 zijn de verschillende componenten van de bruto besparingen van NFB weergegeven. Daarbij is gecorrigeerd voor delfstoffenwinning, omdat deze sector door sterke prijsmutaties het beeld verstoort. Overigens zijn de besparingen van deze bedrijfstak, dus na afdrachten aan de overheid, vrij constant.¹³ De sterke toename van de besparingen,

¹³ Het bruto exploitatieoverschot van delfstoffenwinning (voornamelijk aardgas) neemt in de jaren 2000-2012 met 1,3% bbp toe, in samenhang met de sterke stijging van de aardgasprijs. Deze toename valt geheel toe aan de overheid in de vorm van concessierechten en dividenduitkeringen van overheidsbedrijven die de aardgasvelden exploiteren (in tabel 2.1 correctie op uitbetaald inkomen uit vermogen) en betaalde vennootschapsbelasting. Het restant (hier genoemd besparingen delfstoffenwinning) valt toe aan de NFB.

uitgedrukt als percentage van het bbp, kan voor de periode tussen het midden van de jaren negentig en het uitbreken van de crisis deels worden verklaard uit de verbetering van het bruto exploitatieoverschot. Na het uitbreken van de schuldencrisis is echter sprake van een aanzienlijke verslechtering van het exploitatieoverschot. De bruto winst na belasting is de afgelopen decennia wél structureel en aanzienlijk toegenomen, vooral door hogere vermogensinkomsten en voorts lagere rentebetalingen en lagere belastingafdrachten. De vermogensinkomsten betreffen dividendontvangsten en ingehouden winsten die bedrijven ontvangen uit dochterondernemingen en deelnemingen in het buitenland.¹⁴ Deze toename is in lijn met de sterke toename van de directe buitenlandse investeringen door NFB (post aandelen en deelnemingen in tabel 2.3).

Tabel 2.1 Opbouw besparingen NFB

	1990	1995	2000	2007	2012
	% bbp				
Besparingen delfstoffenwinning	1,4	1,0	1,0	0,9	0,9
Bruto exploitatieoverschot (a)	19,5	19,3	20,2	20,9	18,4
Netto rente betaald (-/-)	3,2	2,7	1,7	1,5	0,7
Ontvangen inkomen uit vermogen (exclusief rente) (+)	1,4	2,5	2,7	6,9	6,2
Netto overige inkomensoverdrachten betaald (-/-)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Belastingen op inkomen (-/-)	2,4	2,2	3,0	2,1	1,3
Bruto winst na belasting (a)	15,2	16,9	18,1	24,0	22,4
Uitbetaald inkomen uit vermogen (excl. rente) (-/-)	4,7	3,8	5,3	7,9	5,7
Bruto besparingen	11,8	14,1	13,8	17,0	17,6
Bron: CBS en eigen berekeningen.					
(a) Exclusief delfstoffenwinning.					

De vermindering van de netto rentebetalingen hangt samen met de sanering van de bedrijfsbalansen –vooral na het barsten van de internetluchtbel rond de eeuwwisseling (zie par. 2.1.3)– en de daling van de nominale rentevoeten. De belastingafdrachten (in % bbp) zijn na een toename in de jaren negentig aanzienlijk teruggelopen. Dit laatste weerspiegelt onder meer een lager bruto exploitatieoverschot en verliescompensaties.¹⁵ Ook zijn de statutaire vpb-tarieven in de periode 2001-2007 terug gebracht, maar hier tegenover stond een verbreding van de grondslag. Volgens Eurostat (2013) daalde de effectieve vpb-druk voor NFB tussen 2000 en 2007 aanzienlijk.¹⁶ Over de winst na belasting wordt relatief weinig dividend (post uitbetaald inkomen uit vermogen, wederom inclusief toegerekende ingehouden winsten) uitgekeerd, met name in de periode na 2007, en levert daarmee een belangrijke bijdrage aan de hoge bedrijfsbesparingen.

¹⁴ Een klein deel wordt ontvangen van andere niet financiële vennootschappen en overige financiële instellingen (tabel S 1.3.3 Nationale rekeningen, CBS 2013). De ingehouden winsten bedragen het deel van de winst van de buitenlandse dochteronderneming dat niet in de vorm van dividend is afgedragen aan de moederonderneming. Deze post is waarschijnlijk vrij onnauwkeurig omdat de informatie over buitenlandse dochterondernemingen van middelmatige kwaliteit is (zie OESO, 2006, p. 191).

¹⁵ Het resultaat uit buitenlandse deelnemingen, dat wél sterk is verbeterd, valt onder de deelnemingsvrijstelling (zie verder par. 2.2.2).

¹⁶ De effectieve druk daalde van 32,3% in 2000 tot 23,7% in 2007, in 2012 bedroeg deze 23,2%.

De bruto besparingen liggen in Nederland aanmerkelijk hoger dan in de core-EU (tabel 2.2). De lage Nederlandse dividenduitkeringen zijn veruit de belangrijkste oorzaak hiervan. Volgens de literatuur beïnvloeden verschillende factoren het dividendbeleid van ondernemingen (Van Ees, von Eije en Hooghiemstra, 2008). Lintner (1956) wijst op een vertraagde aanpassing van het feitelijke dividend aan het optimale dividend, maar dit kan geen structureel lagere dividenduitkeringen verklaren. Een structurele factor is het regime van de inkomstenbelasting; zo stimuleert het box 2-systeem winstinhouding (zie par. 2.2.2). Ook inkoop van eigen aandelen drukt de dividendbetalingen, maar het belang daarvan is de afgelopen jaren aanzienlijk afgenomen (figuur 2.1). In vergelijking met andere Europese landen is aandeleninkoop wel relatief hoog (Eggelte, Hillebrand, Kooiman en Schotten, 2014). Chamberlin (2008) noemt als reden voor dividendverlagingen in het Verenigd Koninkrijk hogere actuele en verwachte bijdragen aan *defined benefit* pensioenregelingen. Deze factor lijkt bij Nederlandse NFB geen grote rol te spelen.¹⁷ De genoemde factoren kunnen de relatief zeer lage dividenduitkeringen van Nederlandse NFB maar ten dele verklaren. Voor een nadere analyse van de oorzaken hiervan is het noodzakelijk om te bezien waarvoor deze besparingen worden aangewend (par. 2.1.3) en bij welk type ondernemingen de hoogste winstinhoudingen plaatsvinden (par. 2.2).

Tabel 2.2 Opbouw besparingen NFB: Nederland minus core-EU

	1995	2000	2007	2012
	% bbp			
Besparingen delfstoffenwinning	1,0	1,0	0,9	0,9
Bruto exploitatieoverschot (a)	0,8	0,9	-0,3	-0,3
Netto rente betaald (-/-)	0,4	0,4	0,5	0,0
Ontvangen inkomen uit vermogen (exclusief rente) (+)	1,1	0,1	1,5	1,6
Netto overige inkomensoverdrachten betaald (-/-)	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2
Belastingen op inkomen (-/-)	0,6	0,8	-0,4	-0,8
Bruto winst na belasting (a)	1,1	0,0	1,5	2,3
Uitbetaald inkomen uit vermogen (excl. rente) (-/-)	-3,8	-4,5	-4,8	-6,1
Bruto besparingen	6,0	5,6	7,2	9,3
Bron: CBS, Eurostat en eigen berekeningen.				
(a) Exclusief delfstoffenwinning.				

¹⁷In de crisisjaren heeft een aantal grote NFB's (met name Shell) een bijstorting gedaan in hun pensioenfondsen. Volgens de Nationale rekeningen 2012 bedroegen de kapitaaloverdrachten van NFB aan verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen in de jaren 2008-2012 in totaal circa 5 mld euro. Overigens hebben nu vrijwel alle bedrijven hun bijstortverplichting afgekocht, zodat dit in de toekomst geen rol meer zal spelen.

Tabel 2.2 laat verder zien dat de delfstoffenwinning (aardgas) een bijdrage van circa 1% bbp levert aan de relatief hoge besparingen van Nederlandse NFB.¹⁸ Ongerekend delfstoffenwinning wijkt het bruto exploitatieoverschot niet substantieel af van de core-EU. Wél liggen de dividenden en ingehouden winsten van buitenlandse dochterondernemingen voor Nederland hoger. Voorts zijn de belastingafdrachten na de eeuwwisseling relatief sterk teruggelopen, waardoor deze nu onder het gemiddelde in de core-EU liggen.

2.1.3 Aanwending besparingen

De balans van NFB (tabel 2.3) geeft inzicht in de aanwending van de bedrijfsbesparingen.¹⁹ Van belang daarbij is te beseffen dat balansposten worden gewaardeerd tegen marktwaarde, waardoor balansmutaties zowel het gevolg kunnen zijn van transacties als van herwaarderingen (bijvoorbeeld als gevolg van mutaties van beurskoersen en wisselkoersen of afschrijvingen op kredieten). Om deze te onderscheiden zijn in tabel 2.4 de veranderingen in de balansposten ontbonden in financiële transacties en overige mutaties.

Tabel 2.3 Balans NFB

	1990	1995	2000	2007	2012
	% bbp				
Activa					
Niet-financiële activa			192,2	189,3	182,9
Aandelen en deelnemingen	29,5	33,6	42,5	49,6	87,3
Vorderingen	43,4	49,3	76,3	81,5	92,2
Liquide middelen	19,9	19,1	26,8	37,8	40,4
Totaal financiële activa	92,8	102,0	145,7	169,0	219,9
Totaal activa			337,8	358,3	402,9
Passiva					
Aandelen en overige deelnemingen	77,0	95,0	160,3	135,7	141,1
Schulden	119,0	114,6	139,8	119,9	116,3
Totaal financiële passiva	196,0	209,7	300,1	255,6	257,5
Vermogenssaldo (a)			37,7	102,7	145,4
Totaal passiva			337,8	358,3	402,9
Eigen vermogen (b)			198,0	238,4	286,5
Financieel vermogen (c)	-103,2	-107,6	-154,4	-86,6	-37,5
Bron: CBS.					
(a) Alle (financiële en niet-financiële) activa minus de schulden.					
(b) Vermogenssaldo plus aandelen en overige deelnemingen (passiva).					
(c) Totaal financiële activa minus totaal financiële passiva.					

¹⁸ De core-EU is niet gecorrigeerd voor delfstoffenwinning omdat de bijdrage hiervan aan de besparingen verwaarloosbaar is.

¹⁹ In tabel 2.3 zijn ook de niet-financiële activa opgenomen, die sinds kort door het CBS op experimentele basis worden gepubliceerd. Tot de niet-financiële activa worden gerekend de vaste activa (woningen, bedrijfsgebouwen, machines, software e.d.), grond en voorraden. In de NR hebben niet-financiële bedrijven aandelschulden, maar in bedrijfseconomische zin horen beursgenoteerde aandelen tot het eigen vermogen.

Uit tabel 2.3 komt naar voren dat de balans van NFB (uitgedrukt als percentage van het bbp) de afgelopen decennia aanzienlijk is verlengd. De activakant laat zien dat vanaf de tweede helft van de jaren negentig Nederlandse bedrijven in toenemende mate directe investeringsinspanningen deden buiten onze grenzen en meer liquiditeiten aanhielden. De directe investeringen zitten verscholen in de post aandelen en deelnemingen en de post vorderingen (leningen van Nederlandse moeders aan buitenlandse dochters). In de financiering kon maar ten dele worden voorzien vanuit de bedrijfsbesparingen (interne financiering). Ook vreemd vermogen (waaronder leningen van buitenlandse moeders aan Nederlandse dochters) droeg in de tweede helft van de jaren negentig bij aan de financiering, waardoor de schuldquote eind jaren negentig aanzienlijk opliep. Het geplaatste aandelenkapitaal (passiva) liet een sterke stijging zien, maar deze werd meer dan volledig gedragen door fors oplopende beurskoersen (tabel 2.4, overige mutaties).

Tabel 2.4 Decompositie van veranderingen van enkele balansposten NFB (a)

	1990-1995	1995-2000	2000-2007	2007-2012
	% bbp			
Aandelen en deelnemingen (activa)	4,1	8,9	7,1	37,7
w.v. financiële transacties	5,6	5,9	23,1	33,4
overig (b)	-1,5	3,0	-16,0	4,3
Vorderingen	5,9	27,0	5,2	10,7
w.v. financiële transacties	2,7	29,9	13,9	9,8
overig (b)	3,3	-2,9	-8,7	0,9
Schulden	-4,4	25,2	-19,9	-3,6
w.v. financiële transacties	-10,6	19,0	-11,4	-2,6
overig (b)	6,2	6,2	-8,5	-1,0
Aandelen en deelnemingen (passiva)	18,1	65,2	-24,6	5,5
w.v. financiële transacties	-12,4	-24,7	-17,8	4,4
overig (b)	30,4	90,0	-6,8	1,1

Bron: eigen berekeningen op basis van CBS-cijfers.

(a) De financiële mutaties zijn berekend door de balanspost per jaar op te hogen met de nominale financiële transactie en deze som vervolgens te delen door het nieuwe bbp (transactiemotief). Als de nominale financiële transactie relatief achterblijft bij de toename van het bbp dan is de mutatie van de quote negatief.

(b) Hieronder vallen herwaarderingen, bijvoorbeeld als gevolg van de ontwikkeling van beurskoersen en wisselkoersen en afboekingen van oninbare vorderingen.

De daling van de beurskoersen na het barsten van de internetluchtbel rond de eeuwwisseling en forse afboekingen op deelnemingen (tabel 2.4: activa, aandelen en deelnemingen, overig) brachten bedrijven ertoe om winsten te gebruiken voor het terugbrengen van de schuldquote in plaats van uit te keren aan aandeelhouders. Daarnaast werden ingehouden winsten aangewend voor het financieren van verdere buitenlandse expansie en het aanhouden van meer liquide middelen. Het aantrekken van nieuw eigen vermogen door het plaatsen van aandelen bleef sterk achter en het geplaatste aandelenkapitaal daalde zelf als percentage van het bbp. Het onaantrekkelijke beursklimaat was hier mede debet aan, bovendien werden op grote schaal aandelen ingekocht (figuur 2.1). Van Ees et al. (2008) zijn nagegaan welke motiveringen vennootschappen (financiële en niet-financiële) geven voor het inkopen van eigen aandelen. Genoemde argumenten zijn onder

meer: belonen van aandeelhouders, verbetering balansverhouding en uitstaande optieplannen.

De schulden crisis die medio 2007 begon, leidde tot een scherpe daling van de beurskoersen. Tegelijkertijd nam de vermogensvraag van NFB af in samenhang met de verslechterde economische omstandigheden. Maar het meest opvallend is de verdere versnelling van de buitenlandse investeringen van Nederlandse NFB. Ten dele hangt dit samen met de ingehouden winsten op directe buitenlandse investeringen. In de Nationale rekeningen wordt dit rendement op directe buitenlandse investeringen teruggesluisd naar het buitenland in de vorm van hogere deelnemingen.

Tabel 2.5 Financiële balans NFB: Nederland minus core-EU

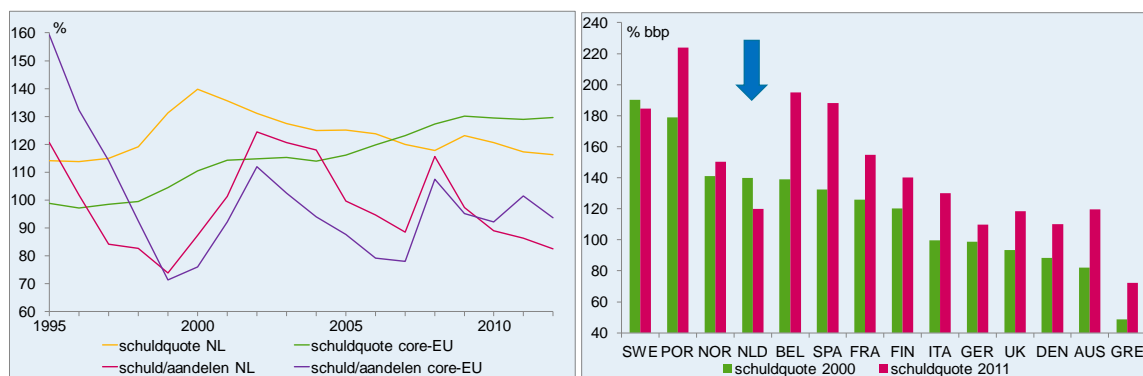
	1995	2000	2007	2012
	% bbp			
Aandelen en deelnemingen	-6,2	-52,9	-44,8	3,6
Vorderingen	-4,4	11,7	10,9	18,8
Liquide middelen	7,1	13,9	21,6	20,0
Totaal financiële activa	-3,5	-27,3	-12,2	42,4
Aandelen en overige deelnemingen	33,0	14,8	-22,1	2,7
Schulden	15,8	29,3	-3,1	-13,3
Totaal financiële passiva	48,9	44,1	-25,2	-10,6
Financieel vermogen	-52,4	-71,4	13,0	53,0

Bron: CBS en Eurostat.

Uit tabel 2.5 komt naar voren dat in de tweede helft van de jaren negentig de Nederlandse schuldquote sterker toenam dan in de core-EU, omdat directe buitenlandse investeringen met relatief veel vreemd vermogen werden gefinancierd. Opvallend is dat de directe buitenlandse investeringen in deze periode sterk achterbleven bij de core-EU en dat de expansie in de core-EU veel meer werd gefinancierd door het uitbreiden van het aandelenkapitaal. Daarentegen begonnen Nederlandse NFB veel eerder met het saneren van hun balans. Figuur 2.2 (links) laat zien dat de schuld als percentage van het bbp al vanaf 2000 terugloopt; overigens wel vanaf een relatief hoog niveau. Een andere veelgebruikte indicator, de schuld/aandelen ratio, laat veel heftiger uitslagen zien, in samenhang met fluctuaties van de beurskoersen. Deze schuldindicator daalde aanzienlijk in de tweede helft van de jaren negentig en liep sterk op in de jaren daarna in samenhang met het doorprikken van de 'internetzeepbel'. Afgelezen aan deze indicatoren staat het Nederlandse bedrijfsleven er momenteel financieel beter voor dan in de core-EU. Ook in breder internationaal perspectief is de ontwikkeling van de schuld van NFB opmerkelijk (figuur 2.2 rechts). De toename van het spaaroverschot door winstinhouding van Nederlandse NFB ná 2000 lijkt dus ten dele voortgekomen uit de wenselijkheid van balansherstructurering.²⁰ Maar het is ook aangewend voor het financieren van directe investeringen in het buitenland, op een veel grotere schaal dan in de core-EU.

²⁰ Deze conclusie komt overeen met ECB (2012).

Figuur 2.2 Schuldindicatoren Nederlandse NFB in internationaal perspectief



Bron: CBS, Eurostat en OESO.

Opvallend is eveneens de enorme omvang van de liquide middelen die Nederlandse NFB aanhouden. Ook in de core-EU en in veel andere hoogontwikkelde landen houden NFB hogere kasvoorraden aan, maar de stijging in de core-EU is minder groot dan in Nederland.²¹ De toegenomen volatiliteit van de inkomsten leidt ertoe dat bedrijven uit voorzorg meer liquide middelen aanhouden. Andere oorzaken die in de literatuur worden genoemd zijn onder meer het toenemend aandeel van immateriële activa op de balans (moeilijk als onderpand bij voor leningen in te brengen) en de lage rente (lage alternatieve kosten).²² Maar deze factoren kunnen de relatief zeer hoge omvang van de liquide middelen (in % bbp) van Nederlandse NFB niet verklaren, aangezien deze ook voor buitenlandse bedrijven opgaan. De oplossing lijkt voor een deel gezocht te moeten worden in de balansverlenging die heeft plaatsgevonden bij Nederlandse multinationals. Om de liquiditeitsratio op peil te houden moeten meer liquide middelen worden aangehouden (zie paragraaf 2.2.3).

2.2 Analyse besparingen NFB naar ondernemingstype

2.2.1 Inleiding

Paragraaf 2.1 gaf een analyse van de besparingen van NFB in historisch en internationaal perspectief. Op macroniveau worden echter belangrijke verschillen tussen ondernemingen gemaskeerd. Veel theorieën suggereren dat ondernemingspecifieke karakteristieken zoals ondernemingsgrootte, bedrijfstak, leeftijd en mate van internationalisatie een rol spelen bij hun besluitvorming.²³ In paragraaf 1 is al aangegeven dat het vermoeden bestaat dat het relatief grote aantal multinationals in Nederland een rol speelt bij het hoge spaaroverschot van NFB. Om dit te analyseren wordt in deze subparagraaf gebruik gemaakt van de statistiek Financiën (Grote) Ondernemingen (SFO/SFGO). Deze statistiek geeft inzicht in de balansgegevens en resultatenrekeningen van ondernemingen met rechtspersoonlijkheid (NV, BV, Coöperatieve vereniging) uit de niet-financiële sector in Nederland. Grote

²¹ Zie bijvoorbeeld IMF (2006).

²² IMF (2006), Leering en Schotten (2012), Chamberlin (2008).

²³ Zie ECB (2013), hoofdstuk 3; IMF (2006).

ondernemingen hebben een balanstotaal van ten minste 40 miljoen euro en worden in de SFGO ingedeeld op het aspect of de onderneming al dan niet buitenlandse groepsmaatschappijen heeft.²⁴ Uiteindelijk worden in deze analyse drie typen ondernemingen onderscheiden: internationals, grote niet-internationals en kleine ondernemingen.²⁵

Tabel 2.6 Kerngegevens NFB volgens verschillende bronnen, 2010

	Groot international	Groot geen international	Klein	Totaal SFO	NR
Aantal ondernemingen	852	752	272967	274571	
Aantal werknemers (*1000) (a)	936	446	2066	3447	4105
Idem per onderneming (b)	1098	592	8	13	
Bruto toegevoegde waarde (mld euro)	92,6	47,9	122,2	262,8	327,9
Idem per onderneming (mln euro) (b)	108,7	63,7	0,4	1,0	
Loonsom (mld euro)	54,1	24,1	91,2	169,5	201,8
Idem per werknemer (dزد euro) (b)	57,8	54,0	44,2	49,2	49,2

Bron: CBS en eigen berekeningen.
(a) Het aantal werknemers voor totaal SFO is berekend door de loonsom per werknemer gelijk te stellen aan het NR-gemiddelde. Gegeven het aantal werknemers groot uit de SFGO is het aantal werknemers van klein berekend als restpost.
(b) Gemiddelde.

Tabel 2.6 geeft enkele kerngegevens van deze drie ondernemingstypen. In de SFO wordt de onroerend goed sector buiten beschouwing gelaten evenals het grootste deel van de quataire diensten, omdat deze nauwelijks opereren onder de genoemde rechtsvormen. Deze statistiek sluit daardoor beter aan bij de niet-financiële marktsector. De tabel laat zien dat een relatief gering aantal grote ondernemingen (1600) het grootste aandeel in de toegevoegde waarde heeft. Daarentegen hebben de relatief arbeidsintensieve kleine ondernemingen samen de meeste werknemers in dienst. Binnen de grote ondernemingen is het grote gewicht van de internationals opvallend. Internationaal vergelijkbare cijfers zijn niet beschikbaar, maar gezien het aantal hoofdkantoren (KPMG, 2012) en de omvang van de uitgaande directe investeringen (DNB, 2011) is Nederland de thuisbasis van een opmerkelijk groot aantal (grote) multinationals (Van Tulder, 2000). In het vervolg van deze paragraaf wordt de ontwikkeling in de periode 2000-2012 besproken van enkele variabelen afgeleid uit de SFO. Daarbij past de kanttekening dat deze strikt genomen niet als tijdreeksen kunnen worden beschouwd. Zo treden er reeksbreuken op doordat het criterium of een onderneming groot of klein is (het balanstotaal) in de loop der tijd wordt opgehoogd.²⁶

²⁴ Bovendien vindt in de SFGO een onderverdeling plaats naar het aspect of de beslissende zeggenschap over de onderneming in Nederlandse dan wel buitenlandse handen is. Daarbij wordt overigens geen rekening gehouden met minderheidsbelangen. Dit aspect is voor de onderhavige analyse grotendeels buiten beschouwing gelaten. Kleine ondernemingen zijn berekend als restpost (verschil SFO en SFGO).

²⁵ Een international is een multinational die in Nederland is gevestigd. Buitenlandse multinationals kunnen hier ook opereren via dochterondernemingen.

²⁶ In 2000 was het 25 miljoen gulden, in de periode 2001 tot en met 2010 was het 23 miljoen euro en vanaf 2011 is het 40 miljoen euro. Andere oorzaken voor reeksbreuken die het CBS noemt zijn aanpassingen in de populatiesamenstelling en wijzigingen in de structuur van ondernemingen.

Figuur 2.3 Besparingen (links) en solvabiliteit (rechts) NFB volgens NR en SFO



Bron: eigen berekeningen op basis van CBS-cijfers.

Er bestaan grote verschillen tussen de bedrijfseconomische boekhouding zoals weergegeven in de SFO en de nationale boekhouding. Dat wordt zichtbaar in figuur 2.3 die de bruto besparingen en de solvabiliteit laat zien voor de niet-financiële bedrijven volgens de SFO en de NR. Het begrip besparingen komt overigens niet voor in de bedrijfseconomische boekhouding, maar wordt hier gedefinieerd als ingehouden winst plus afschrijvingen. Om zoveel mogelijk aan te sluiten bij de NR-definitie wordt gecorrigeerd voor toegerekende ingehouden winsten op directe buitenlandse investeringen.²⁷ De aldus gedefinieerde besparingen volgens de SFO fluctueren aanzienlijk meer dan volgens de NR. Verschillen kunnen ontstaan bijvoorbeeld ontstaan door posten in de bedrijfseconomische boekhouding waarvoor in de NR geen equivalent bestaat, zoals buitengewone baten en lasten, het treffen van voorzieningen en goodwill.²⁸ Bij de solvabiliteit (eigen vermogen als percentage van het totale vermogen) is er sprake van een groot niveauverschil, vooral doordat de onroerend goed sector (woningen) in de NR tot de niet-financiële bedrijven wordt gerekend. Daarnaast verschilt ook het verloop, vooral in de periode 2000-2002 en in 2008. In deze jaren daalden de beurskoersen sterk en was er sprake van forse afboekingen op betaalde goodwill bij grote multinationals. Een exacte aansluiting tussen deze statistieken kan niet worden gemaakt (OESO, 2006). Wél kan met de SFO een *indicatie* worden gegeven van het aandeel van de drie onderscheiden ondernemingstypen in de besparingen van NFB en een eerste duiding van de oorzaken van het uiteenlopende verloop.

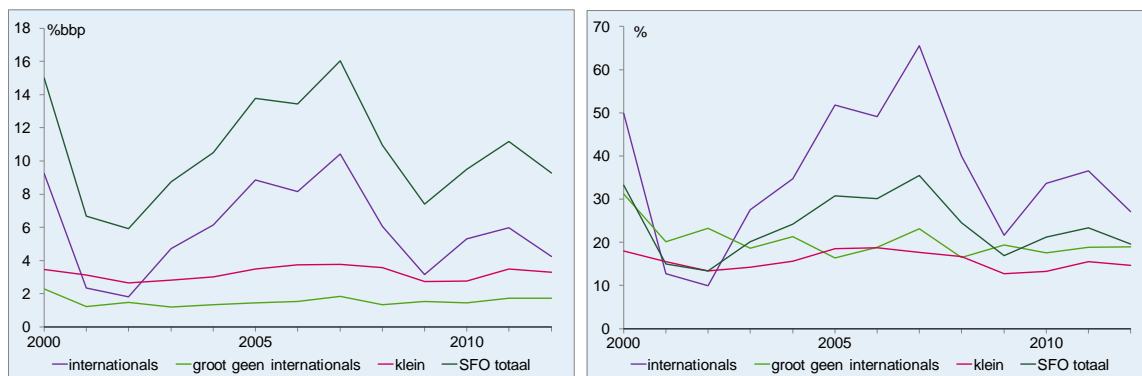
²⁷ Bij directe buitenlandse investeringen (dat wil zeggen bij een belang van meer dan 10% in een buitenlandse onderneming) wordt volgens de statistische regels van de NR de ingehouden winst naar rato van eigendom toegerekend aan het moederbedrijf. De SFO hoeft aan de middenkant niet te worden gecorrigeerd omdat de ingehouden winsten inbegrepen zijn in de post resultaat uit deelnemingen buitenland. De ingehouden winsten komen in de SFO aan de bestedingenkant niet voor. De toegerekende ingehouden winsten conform de NR zijn in dit Achtergronddocument aan de bestedingenkant verdeeld naar rato van de ingehouden winst van buitenlandse internationals en van grote buitenlandse niet-internationals. Dat is een zeer ruwe verdeling omdat ondernemingen die in de SFO als buitenlands worden geclassificeerd zich ook ten dele in Nederlandse handen kunnen bevinden (en omgekeerd voor ondernemingen die de SFO Nederlands noemt). Bovendien kunnen ook kleine ondernemingen zich (ten dele) in buitenlandse handen bevinden.

²⁸ Zie bijvoorbeeld Kusters (1994) en André et al. (2007).

2.2.2 Opbouw besparingen

Bij het hoge niveau van de Nederlandse bedrijfsbesparingen spelen internationals een belangrijke rol (figuur 2.4). Overigens fluctueren de besparingen van internationals aanzienlijk en bepalen daarmee het verloop van de totale SFO-besparingen. Het verloop van de besparingen van de overige grote ondernemingen en de kleine ondernemingen is relatief vlak. In het vervolg van deze paragraaf wordt vooral ingegaan op de rol van internationals.

Figuur 2.4 Besparingen naar ondernemingstype in % bbp (links) en % bruto toegevoegde waarde (rechts)



Bron: eigen berekeningen op basis van CBS-cijfers.

De hoge besparingen van internationals kunnen niet worden verklaard uit de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat²⁹ uit binnenlandse productie dat na een verbetering in de jaren 2003-2007, weer sterk terugviel (figuur 2.5). Daarentegen zijn het resultaat uit deelnemingen en de betaalde dividenden vanaf 2005 op een structureel hoger niveau gekomen. Hierbij speelt een rol dat in 2005 een einde kwam aan de duale bedrijfsstructuur van de Koninklijke/Shell groep, met twee moedermaatschappijen en twee hoofdkantoren. Royal Dutch Shell heeft sindsdien één hoofdkantoor in Den Haag, waardoor nu alle winsten van dochterondernemingen worden toegerekend aan het hoofdkantoor in Nederland. Shell is een van de grootste ondernemingen ter wereld en de meest winstgevende van Nederland, waardoor de onderneming een significante invloed heeft op de besparingen van internationals en daarmee op de besparingen van NFB. Het langjarige gemiddelde van de wereldwijd door Shell behaalde winst bedraagt volgens DNB ongeveer 3% bbp, waarvan ruim de helft (circa 10 mld euro per jaar) wordt ingehouden (Eggelte, Hillebrand et al., 2014). Ook voor andere internationals is Nederland een aantrekkelijke vestigingsplaats, waardoor het aantal hoofdkantoren, met name van internationals waarvan de beslissende zeggenschap in buitenlandse handen is, de afgelopen jaren aanzienlijk is toegenomen (figuur 2.8, links).³⁰ Naast algemene vestigingsplaatsfactoren zoals ligging, kwaliteit van de infrastructuur, politieke en sociale stabiliteit, opleiding van de beroepsbevolking, spelen ook de fiscale wet- en regelgeving hierbij een rol. Lejour en Van 't Riet (2013) hebben aangetoond dat Nederland een doorsluisland is voor directe buitenlandse investeringen. Zij

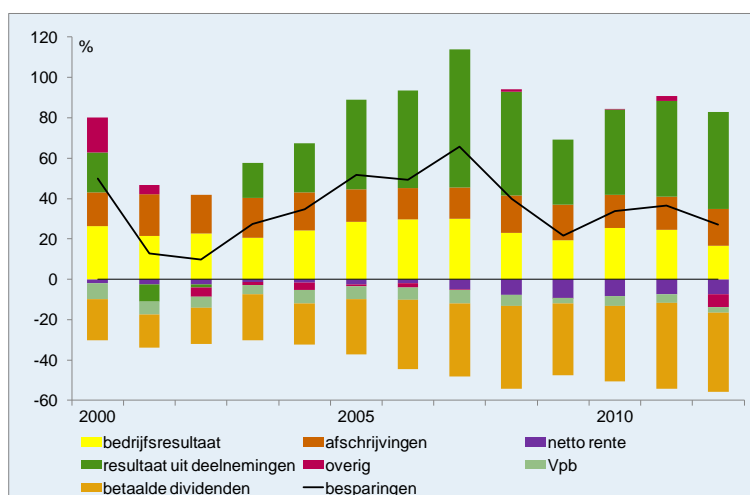
²⁹ Toegevoegde waarde minus lonen en afschrijvingen en plus investeringspremies.

³⁰ Dat betreft ook Europese hoofdkantoren van buitenlandse moeders. De ingehouden winsten van deze ondernemingen dragen niet bij aan de besparingen, omdat deze volledig worden toegerekend aan de buitenlandse moeders (zie ook voetnoot 27).

concentreren zich daarbij op de rol van bijzondere financiële instellingen (brievenbusfirma's). Deze profiteren van de hoeveelheid belastingverdragen met gunstige voorwaarden die Nederland heeft afgesloten, de deelnemingsvrijstelling, de rechtszekerheid van investeringverdragen en de *tax rulings*. Maar ook reguliere multinationals kunnen van deze fiscale factoren profiteren en financieren directe buitenlandse investeringen (deelnemingen) via het Nederlandse hoofdkantoor (figuur 2.11). De opbrengsten van directe buitenlandse investeringen bestaan overigens niet alleen uit de winsten van dochterondernemingen van internationals, maar ook uit renteontvangsten uit intra-concern leningen, royalty's en licentiebetalen.

Het volatiele verloop van de besparingen van internationals wordt voor een belangrijk deel bepaald door het resultaat uit (buitenlandse) deelnemingen. Daarbij kunnen onder meer afschrijvingen op betaalde goodwill een rol spelen.³¹ Ook de post "overig" in figuur 2.5 laat een wisselend verloop zien. Hierin zitten buitengewone baten en lasten en overige financiële resultaten (wisselkoerseffecten). In de NR hebben dergelijke posten over het algemeen geen invloed op de besparingen.

Figuur 2.5 Opbouw besparingen internationals in % bruto toegevoegde waarde



Bron: eigen berekeningen op basis van CBS-cijfers.

Over de hoge winsten van internationals wordt relatief weinig vennootschapsbelasting ingehouden. De opbrengsten van buitenlandse deelnemingen zijn in Nederland veelal vrijgesteld van belastingheffing omdat deze vallen onder de deelnemingsvrijstelling. Immers, deze winsten worden al in het buitenland belast. Daardoor drukt de vennootschapsbelasting op het binnenlandse bedrijfsresultaat. Maar ook als hiermee rekening wordt gehouden kennen internationals vergeleken met andere ondernemingen een relatief lage vennootschapsbelastingdruk; concernfinanciering lijkt hierbij een rol te spelen (Bonger, 2008). Internationaal opererende ondernemingen kunnen door de allocatie van hun ondernemingsactiviteiten, respectievelijk van hun activa en passiva, invloed uitoefenen op de verdeling van de winst over hun verschillende vestigingsstaten. Voor financiële activa en

³¹ Uit het overzicht "mutaties in enkele balansposten" van de SFGO komt naar voren dat afboekingen op goodwill door internationals in de jaren 2000-2002 en 2011-2012 groot zijn.

schulden is dit makkelijker dan voor materiële activa. Internationaal zijn er grote verschillen in het statutaire tarief van de vpb, het tarief voor passieve inkomsten (zoals rente) en de berekening van de grondslag.³² Voor Nederland is daarbij van belang dat, na het zogenoemde Bosal-arrest van het Europese Hof van Justitie (18 september 2003), rentekosten die samenhangen met de verwerving van een deelneming aftrekbaar zijn. Daarentegen zijn de opbrengsten uit deelnemingen, zoals reeds vermeld, veelal vrijgesteld van belastingheffing. Om de budgettaire gevolgen (Bosal-gat) te beperken, zijn meteen na het arrest reparatiemaatregelen genomen. Deze waren echter niet afdoende, zodat de wetgever met ingang van 1 januari 2013 de excessieve aftrek van deelnemingsrente heeft beperkt. Figuur 2.6 laat de ontwikkeling van de betaalde en ontvangen rente zien. De betaalde rente door internationals is na het Bosal-arrest aanzienlijk toegenomen (figuur 2.6, links). Daarentegen is de ontvangen rente door internationals na 2001 juist aanzienlijk teruggelopen (figuur 2.6, rechts), mede in samenhang met de afschaffing van de fiscale faciliteiten voor concernfinanciering.³³

Figuur 2.6 Betaalde rente (links) en ontvangen rente (rechts) naar ondernemingstype (% bruto toegevoegde waarde)



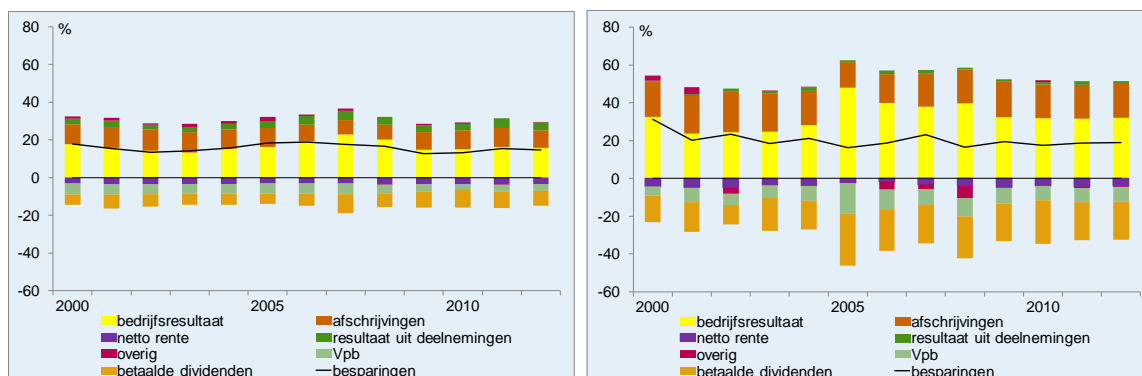
Bron: CBS.

Het door internationals uitbetaalde dividend blijft aanzienlijk achter bij de winst na belasting en levert daarmee een belangrijke bijdrage aan de hoge besparingen van internationals. Daarbij speelt ook de in par. 2.1 genoemde inkoop van eigen aandelen een rol: deze was in de jaren 2006-2008 omvangrijk en dit heeft een drukkend effect gehad op de dividenduitkeringen.

³² Kamerstukken II, 2008/09, 31 369, nr.5.

³³ Onder deze regeling werd ontvangen rente van buitenlandse vestigingen van een multinational belast tegen 20% van het normale vpb-tarief. De regeling is wegens strijd met het EU-recht in 2006 met terugwerkende kracht tot en met 12 juli 2011 afgeschaft, maar kon op grond van overgangsrecht nog tot uiterlijk 1 januari 2011 toepassing vinden (Bonger 2008).

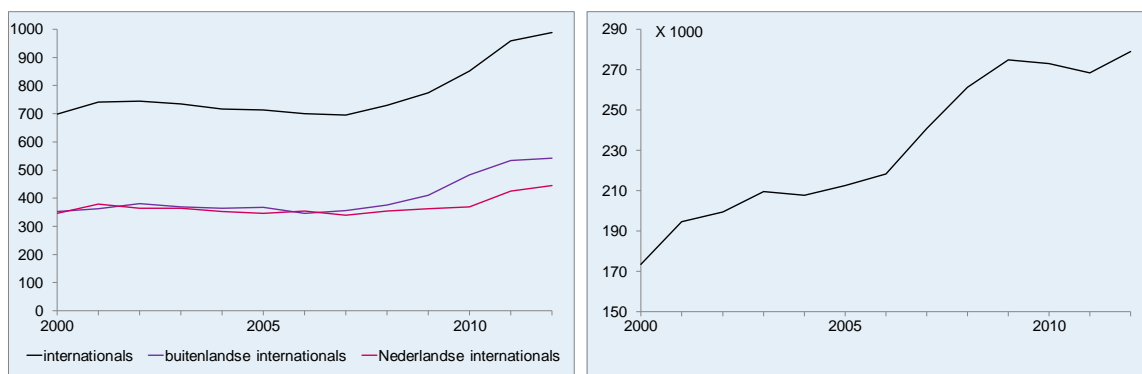
Figuur 2.7 Opbouw besparingen kleine ondernemingen (links) en grote niet-internationals (rechts) in % bruto toegevoegde waarde



Bron: eigen berekeningen op basis van CBS-cijfers.

De besparingen van grote niet-internationals (figuur 2.7, rechts) zijn opmerkelijk stabiel. Fluctuaties in het bedrijfsresultaat worden grotendeels gecompenseerd door het aanpassen van de dividenduitkeringen (inclusief toegerekende ingehouden winsten op directe buitenlandse investeringen). Van de hier onderscheiden ondernemingstypen houden grote niet-internationals veruit de minste winst in.³⁴

Figuur 2.8 Aantal ondernemingen SFO: internationals (links) en kleine ondernemingen (rechts)



Bron: CBS.

De besparingen van kleine ondernemingen zijn na een verbetering in de periode 2002-2006 weer teruggelopen, vooral in samenhang met de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat (figuur 2.7, links). Binnen de kleine ondernemingen loopt de winstgevendheid sterk uiteen, waarbij met name de ondernemingen die relatief sterk gericht op de binnenlandse markt zoals de bouwnijverheid en de detailhandel achterblijven.³⁵ Opvallend is de sterke groei van het aantal kleine ondernemingen (figuur 2.8, rechts). Wellicht valt dit mede te verklaren uit een verandering van rechtsvorm: de overstap van IB-ondernemers naar directeur-grotaandeelhouders (DGA's) van vennootschappen.³⁶ De besparingen van kleine

³⁴ De besparingen (in % bruto toegevoegde waarde) zijn hoger dan bij kleine ondernemingen, maar dit wordt veroorzaakt door aanzienlijk hogere afschrijvingen (figuur 2.7)

³⁵ Zie bijvoorbeeld Eggelte, Jansen et al. (2014).

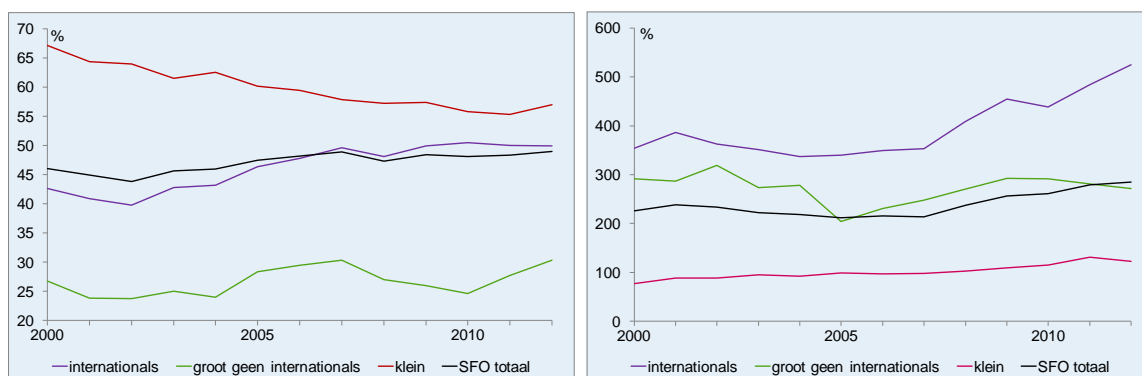
³⁶ De Mooij en Nicodème (2008) laten zien dat een verlaging van het Vpb-tarief ten opzichte van de belasting op IB-ondernemers een significant positief effect heeft op vennootschapsvorming.

ondernemingen worden voorts gestimuleerd door het regime van de inkomstenbelasting. Met de introductie van de Wet Inkomstenbelasting 2001 is door het box 3-systeem de prikkel om winst in te houden verdwenen. Daarentegen stimuleert het box 2-systeem winsthouding (Commissie inkomstenbelasting en toeslagen, 2013). Het doel van de box 2-heffing is om een DGA (aandeelhouder die ten minste 5 procent van het aandelenkapitaal bezit en daarin bovendien werkzaam is) zoveel mogelijk gelijk te belasten als een ondernemer in box 1. De DGA heeft echter de mogelijkheid een deel van de belasting uit te stellen door de winst in te houden. Daarbij komt dat door bedrijfsopvolgingsregelingen dit uitstel lang kan duren. De Commissie inkomstenbelasting en toeslagen (2013) laat zien dat DGA's op grote schaal gebruik maken van de mogelijkheid gebruik om winst in te houden; zij keren niet jaarlijks winst uit. Als de ondernemingen met een DGA die 100% van de aandelen heeft evenveel dividend zouden uitkeren als ondernemingen zonder DGA, dan zouden volgens Eggelte, Hillebrand et al. (2014) de besparingen van deze ondernemingen jaarlijks circa 0,5% bbp lager uitkomen. Een gedetailleerde analyse van de besparingen van kleine ondernemingen valt buiten bestek dit Achtergronddocument.³⁷

2.2.3 Aanwending besparingen

Deze subparagraaf analyseert enkele aspecten van de balansen (per einde boekjaar) van de onderscheiden ondernemingstypen. De sterk uiteenlopende ondernemingsgrootte (tabel 2.6) heeft een grote invloed op de bedrijfsbalansen. Grote ondernemingen hebben gemakkelijker toegang tot externe financiering. Daardoor ligt de solvabiliteit bij kleine ondernemingen aanzienlijk hoger (figuur 2.9, links) dan bij grote. Het verschil is het afgelopen decennium kleiner geworden, omdat de solvabiliteit van kleine ondernemingen afnam en van grote ondernemingen (met name van internationals) juist toenam. De schuldquote van internationals is, ondanks de hoge besparingen, de afgelopen jaren aanzienlijk toegenomen (figuur 2.9, rechts), wellicht mede in samenhang met de aftrekbaarheid van rentekosten van deelnemingen (Bosal-arrest).

Figuur 2.9 Solvabiliteit (links) en schuld (% bruto toegevoegde waarde)



Bron: eigen berekeningen op basis van CBS-cijfers.

³⁷ De SFO geeft ook bedrijfstakcijfers; deze zijn voor dit Achtergronddocument niet geanalyseerd. Zie CPB (2014) voor een analyse van de financiële positie van het midden- en kleinbedrijf.

De ondernemingsgrootte heeft eveneens invloed op de liquide middelen die worden aangehouden. Het aandeel van de liquide middelen als percentage van de totale activa (kasratio) ligt bij kleine ondernemingen aanzienlijk hoger dan bij grote (figuur 2.10, rechts). Naast het met de ondernemingsgrootte samenhangende verschil in toegang tot de kapitaalmarkt kunnen ook schaafeffecten (bijvoorbeeld door het *poolen* van kasmiddelen door grote ondernemingen) een rol spelen.³⁸ In de periode 2000-2007 nam de kasratio van het totaal van de ondernemingen geleidelijk toe, vooral bij internationals. In de jaren daarna zijn de kasratio's weer afgenomen, met uitzondering van de overige grote ondernemingen. Daarentegen zijn de liquide middelen als percentage van de toegevoegde waarde wél aanzienlijk toegenomen (figuur 2.10, links) en de financiering daarvan heeft een aanzienlijk beslag gelegd op de bedrijfsbesparingen.³⁹ Vooral bij internationals is het verschil groot omdat de omvang van de activa (met name buitenlandse deelnemingen) veel sterker is gestegen dan de toegevoegde waarde (figuur 2.11). Centralisering van het *cash management* kan hierbij een rol hebben gespeeld (Von Eije en Westerman, 2003). Door de ontwikkelingen in de eurozone (liberalisering, deregulering, introductie euro) zijn de financiële marktimperfecties afgenomen. Dit leidde tot een hogere concentratie van liquiditeiten bij de centrale *treasuries* van de hoofdkantoren van multinationals. Op concernniveau en vooral bij dochterondernemingen zijn er door deze ontwikkelingen minder liquiditeiten nodig. In Nederland, met zijn hoge concentratie van hoofdkantoren, leidt het juist tot het aanhouden van meer liquide middelen.

Figuur 2.10 Liquide middelen in % bruto toegevoegde waarde (links) en in % totaal activa (rechts)



Bron: CBS.

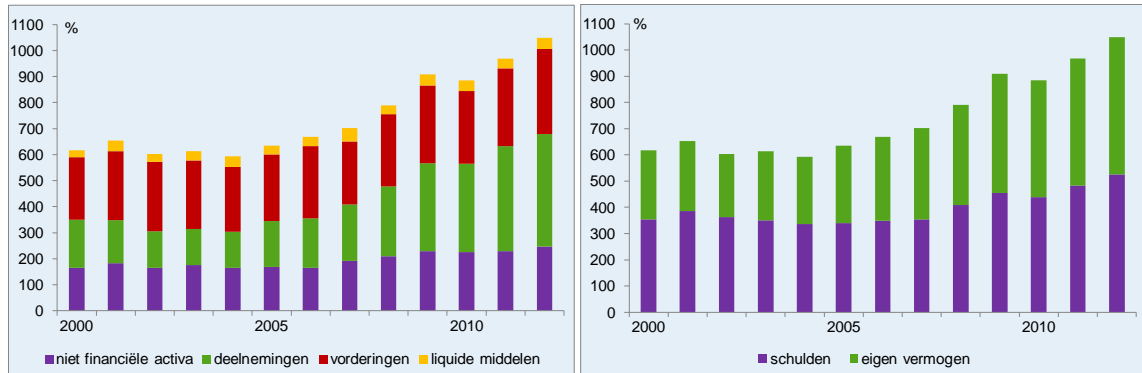
Uit figuur 2.11 komt naar voren dat de balans van internationals (uitgedrukt als percentage van de toegevoegde waarde) sinds 2005 aanzienlijk is verlengd. De activakant laat zien dat Nederlandse internationals in toenemende mate investeringsinspanningen deden buiten onze grenzen (deelnemingen). Daarbij bleef de uitbreiding van de niet financiële (binnenlandse) activa (materiële en immateriële activa en voorraden) sterk achter. In de resulterende vermogensvraag kon maar ten dele worden voorzien vanuit de bedrijfsbesparingen (interne financiering) en het plaatsen van aandelen; ook vreemd vermogen was nodig om de expansie van de balans te financieren. Door deze ontwikkelingen is het karakter van de ondernemingsgroep internationals ingrijpend veranderd.

³⁸ Zie ECB (2013), paragraaf 3.3.

³⁹ Liquide middelen zijn "dood geld", waarbij externe financiering minder voor de hand ligt.

Buitenlandse deelnemingen maken een aanzienlijk groter deel uit van de activa dan de niet financiële (binnenlandse) activa. Buitenlandse deelnemingen leveren bovendien de grootste bijdrage aan de winsten; daarmee zijn zij de belangrijkste bron van de besparingen van internationals (figuur 2.5).

Figuur 2.11 Activa (links) en passiva (rechts) van internationals (% bruto toegevoegde waarde)



Bron: CBS.

3 Factoren achter afname investeringen NFB

De toename van de besparingen van NFB gaat gepaard met achterblijvende investeringen (als percentage van de bruto toegevoegde waarde).⁴⁰ Hoewel ook in andere landen de investeringen achterblijven bij de toegevoegde waarde, is de Nederlandse investeringsquote sinds de eeuwwisseling harder gedaald en komt vanaf 2003 beduidend lager uit dan die van de core-EU⁴¹. De focus ligt in deze paragraaf daarom op de ontwikkeling van de investeringen in de periode 2000-2011.

Ten behoeve van de analyse wordt in paragraaf 3.1 nagegaan wat de oorzaken zijn van de daling van de Nederlandse investeringsquote. Hierbij wordt zowel naar volumeontwikkelingen als naar prijseffecten gekeken. Tevens wordt nagegaan in welke bedrijfstakken de investeringen het meest achterblijven en of de in de loop van de tijd veranderende bedrijfstaksamenstelling van invloed is geweest op de daling van de investeringsquote. Ook wordt onderzocht of verschuivingen in de samenstelling van het door ondernemers aangeschafte pakket van investeringsgoederen van invloed is geweest op de investeringsquote. Het relatief achterblijven van de Nederlandse investeringsquote ten opzichte van de core-EU komt in paragraaf 3.2 aan bod; daarbij worden dezelfde factoren geanalyseerd als in de eerste subparagraaf. Enkele onderliggende factoren die een mogelijke rol spelen bij het achterblijven van de investeringen komen in paragraaf 3.3 aan de orde. Daarbij passeren de langdurige laagconjunctuur en het afnemen van de netto instroom van buitenlandse directe investeringen de revue. Ten slotte wordt in paragraaf 3.4 ingegaan op de gevolgen van de achterblijvende investeringen voor de productiviteit en het innovatie- en concurrentievermogen van Nederlandse bedrijven.

Uit deze paragraaf blijkt dat de daling van de nominale investeringsquote in de periode 2000-2011 voor de helft het gevolg is van een prijseffect. De prijs van investeringsgoederen blijft achter bij de prijs van de toegevoegde waarde. Vooral computerapparatuur is goedkoper geworden. Daarnaast vertoont de reële investeringsquote een daling als gevolg van afnemende investeringen in de industrie, ICT-sector, handel en transport en opslag. Ook het achterblijven van de nominale investeringsquote bij die van de core-EU komt deels doordat prijzen van Nederlandse investeringen minder hard stijgen dan die van de core-EU. Maar ook gecorrigeerd voor het relatief achterblijven van de Nederlandse investeringsprijzen blijft de Nederlandse investeringsquote achter bij de core-EU. De daling van de reële investeringsquote is met name de resultante van afnemende investeringen in de

⁴⁰ De investeringen zijn geschaald met de toegevoegde waarde. Daardoor zijn ze in de loop van de tijd en internationaal goed vergelijkbaar. In deze paragraaf is gekozen voor de toegevoegde waarde in basisprijzen in plaats van het bbp aangezien de toegevoegde waarde in basisprijzen is op te splitsen naar bedrijfstakken. Om tot het bbp in basisprijzen te komen, worden van het bbp in marktprijzen het saldo van productgebonden belastingen en subsidies en het verschil tussen toegerekende en afgedragen btw afgetrokken.

⁴¹ De core-EU bestaat uit België, Duitsland, Frankrijk en Italië. Voor overwegingen met betrekking tot de samenstelling, zie paragraaf 1.

industrie en de ICT-sector. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat Nederland meer jaren van laagconjunctuur heeft gehad dan de core-EU. Daarnaast gaat de daling van de investeringsquote gepaard met het achterblijven van de netto instroom van buitenlandse directe investeringen. Niet duidelijk is in hoeverre dat van invloed is op de investeringsquote.

Alhoewel de achterblijvende investeringen op zich een drukkende werking hebben op de (potentiële) economische groei, zijn er nog geen aanwijzingen dat dit zich heeft voorgedaan. De arbeidsproductiviteit is in Nederland meer toegenomen dan in de core-EU. Andere 'drivers' van de arbeidsproductiviteit hebben dus compensatie geboden voor de achterblijvende kapitaalverdieping. Ook blijkt dat de productieve kapitaalvoorraad bijna net zo veel is toegenomen als in de core-EU. De daling van de investeringsquote lijkt daarnaast vooralsnog ook geen effect te hebben op het concurrentievermogen

De investeringsquote NFB leent zich minder goed voor analyse doeleinden omdat het niet is op te splitsen naar bedrijfstak. Daarom is er voor gekozen om in deze paragraaf de investeringsquote niet-financiële marktsector (NFM) te hanteren.⁴² Met behulp van die afbakening kan worden nagegaan welke bedrijfstakken ten grondslag liggen aan de daling van de investeringsquote. Tegelijkertijd kan van de dalende investeringsquote NFM een decompositie naar type investeringsgoed worden gemaakt.

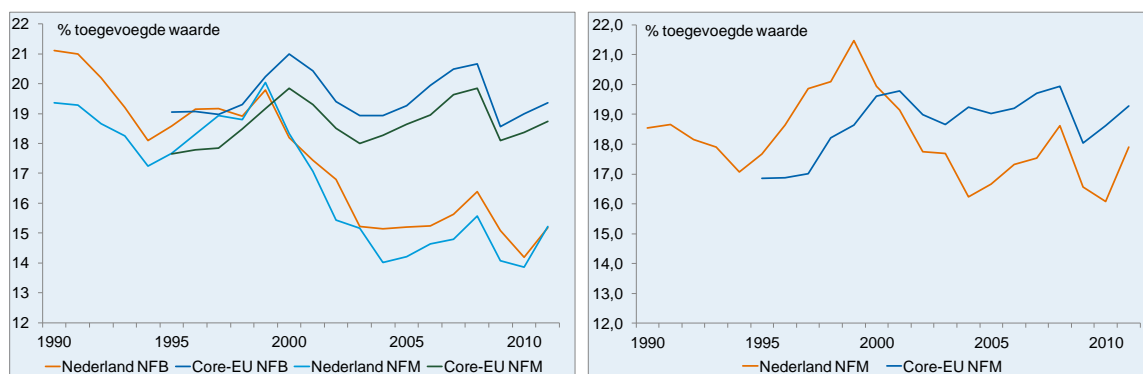
3.1 Investeringsquote niet-financiële marktsector in historisch perspectief

De investeringsquoten van zowel de NFM als de NFB zijn de afgelopen decennia in nominale termen fors gedaald (figuur 3.1, links).⁴³ Bedroeg de investeringsquote van de NFM in 1995 nog bijna 18%, in 2011 is deze gedaald tot ruim 15% (tabel 3.1). Met name de forse daling vanaf het eind van de vorige eeuw tot 2004 is opvallend. Vanaf 2004 zijn de investeringsquoten, afgezien van conjuncturele schommelingen, min of meer stabiel.

⁴² In de niet-financiële marktsector zijn de volgende bedrijfstakken niet opgenomen: financiële dienstverlening, verhuur en handel in onroerend goed, overheid en zorg en cultuur, recreatie en overige diensten. De toegevoegde waarde van de NFM bedraagt in 2011 ongeveer 61% van de totale toegevoegde waarde.

⁴³ De investeringsquote geeft de verhouding weer tussen de binnenlandse investeringen in materiële en immateriële activa (teller) en de toegevoegde waarde (noemer). De investeringsquote NFM en NFB laten ondanks een andere afbakening grofweg hetzelfde verloop zien en verschilden eind vorige eeuw en in 2011 vrijwel niet van elkaar. Wel ligt de investeringsquote NFB over het algemeen op een hoger niveau. Dat komt met name doordat de investeringen van de bedrijfstak zorg en de investeringen in woningen door de bedrijfstak onroerend goed niet tot de investeringen NFM worden gerekend. In de periode 2001-2008 was het investeringsniveau in woningen relatief hoog in historisch perspectief. Door de sterke daling van de investeringen in woningen de laatste jaren zijn de investeringsquoten voor NFB en NFM vrijwel aan elkaar gelijk in 2011.

Figuur 3.1 Investeringsquote NFB en NFM in lopende prijzen (links) en NFM in constante prijzen (rechts, basisjaar 1995).



Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS en Eurostat.

Met name de achterblijvende investeringen in de bedrijfstakken Informatie en communicatie en Industrie drukken de nominale investeringsquote NFM (tabel 3.1). Mede daardoor daalt die quote met 3,1%-punt van 18,3% in 2000 naar 15,2% in 2011. Ruim de helft daarvan is het gevolg van de forse daling van de investeringsquote van de informatie- en communicatiesector van 37,1% in 2000 naar 13,2% in 2011. Bij de communicatiesector is het relatief lage investeringsniveau aan het begin van deze eeuw deels een echo van de periode voor de eeuwwisseling. De investeringen van die sector namen in die periode sterk toe in het kader van de UMTS-licenties. Wel valt op dat de investeringen in deze sector na de terugval op een lager niveau uitkomen dan voorafgaand aan de investeringshousse van de tweede helft van de jaren negentig.

Het achterblijven van de investeringen in de industrie verklaart, mede door het relatief grote gewicht van de industrie in de totale economie, ruim een kwart van de daling van de investeringsquote NFM sinds 2000. Overige bedrijfstakken die daar in die periode relatief veel aan bijdragen zijn transport en opslag en handel. Verhoeven, Ruis en Span (2012) laten zien dat binnen de sector handel vooral de groothandel verantwoordelijk is voor de daling van de investeringsquote.

Bij het analyseren van de ontwikkeling van de nominale investeringsquote voor de niet-financiële marktsector is het van belang onderscheid te maken tussen het volume- en prijseffect. Een dalende nominale investeringsquote hoeft op zich niet direct op problemen te duiden. Als de prijzen van investeringsgoederen achterblijven bij de prijs van de toegevoegde waarde leidt dat weliswaar tot een lagere nominale investeringsquote maar het heeft geen effect op de mate waarin producten of diensten kunnen worden voortgebracht. Maar als het volume van investeringen achterblijven bij het volume van de toegevoegde waarde kan dat op termijn leiden tot een lagere potentiële groei.

Met behulp van een decompositie is de ontwikkeling van de nominale investeringsquote opgesplitst in prijs- en volume-effect. Het prijseffect betreft het achterblijven van de prijsontwikkeling van investeringsgoederen ten opzichte van de prijsontwikkeling van de

toegevoegde waarde in de niet-financiële sector. Daarbij is het zinvol om na te gaan welke typen activa het meest bijdragen aan het achterblijven van de prijsontwikkeling van de investeringsgoederen. Bij de decompositie van de ontwikkeling van de relatieve volumeontwikkeling (reële investeringsquote) van de NFM is nagegaan wat de bijdrage van de afzonderlijke bedrijfstakken is. Daarmee wordt duidelijk welke bedrijfstakken verantwoordelijk zijn voor de daling van de reële investeringsquote en wat het effect van een veranderende samenstelling van de economie op de investeringsquote is.

Tabel 3.1 Investeringen NFM in lopende prijzen

	1990	1995	2000	2007	2011
	% bruto toegevoegde waarde				
Niet-financiële marktsector	19,4	17,7	18,3	14,8	15,2
Landbouw, bosbouw en visserij	26,2	24,9	34,6	43,1	58,1
Delfstoffenwinning	15,5	16,3	11,4	10,1	21,7
Industrie	20,2	16,3	16,2	13,1	11,9
Energievoorziening	28,6	49,9	31,7	25,5	20,7
Waterbedrijven en afvalbeheer	43,4	67,2	34,1	34,6	46,3
Bouwnijverheid	9,2	7,5	9,4	7,6	7,0
Handel	12,9	11,3	11,6	9,9	8,4
Transport en opslag	33,7	31,9	29,1	22,8	32,3
Horeca	12,5	7,7	9,6	8,7	8,7
Informatie en communicatie	27,8	23,0	37,1	14,3	13,2
Zakelijke dienstverlening	17,8	14,8	17,6	17,0	14,2

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS .

Ruim de helft van de daling van de nominale investeringsquote NFM van 2000 tot en met 2011 is het gevolg van het achterblijven van de reële investeringsquote (figuur 3.1, rechts). In die periode daalde de reële investeringsquote met 2%-punt van 19,9% naar 17,9% (tabel 3.2).

De daling van de reële investeringsquote gedurende de periode 2000-2011 is vrijwel geheel het gevolg van achterblijvende investeringen in de bedrijfstakken informatie en communicatie (-23,5%-punt), industrie (-4,2%-punt) en handel (-3,9%-punt). In bijna alle overige bedrijfstakken is in deze periode een toename van de reële investeringsquote te zien. Met name die van de delfstoffenwinning en waterbedrijven en afvalbeheer namen fors toe. Over een langere periode beschouwd is de daling van de reële investeringsquote zeer beperkt. In 2007 en 2011 is de reële investeringsquote hoegenaamd gelijk aan die van 1995 en slechts licht lager dan die van 1990. Wel steeg de reële investeringsquote in de tweede helft van de jaren 90 met 2,2 procentpunt om vervolgens tussen 2001 en 2007 met 2,4 procentpunt te dalen. Dat hangt voor een behoorlijk deel samen met forse toename van de investeringen door de ICT-sector. De daling na de eeuwwisseling is voorafgegaan door een investeringshausse in het kader van de UMTS-licenties. Maar ook over een langere periode beschouwd vertoont het investeringsniveau in de ICT-sector een daling. Zowel de nominale als de reële investeringsquote voor die sector komen in 2011 ongeveer 10%-punt lager uit dan in 1995. Verder vertonen ook de handel en transport op langere termijn een trendmatige daling van de reële investeringsquote.

Als wordt gecorrigeerd voor de bedrijfstakken ICT en delfstoffenwinning komt het investeringsniveau van de NFM eind vorige eeuw beduidend lager uit (figuur 3.2) maar vertoont verder vrijwel hetzelfde patroon. Ook als de conjuncturele dieptepunten van de reële investeringsquote (1994, 2004 en 2010) met elkaar vergeleken worden is er voor de investeringsquote voor de wel en niet gecorrigeerde NFM slechts een zeer licht neerwaartse trend waarneembaar.

Tabel 3.2 Reële investeringsquote (constante prijzen 1995)

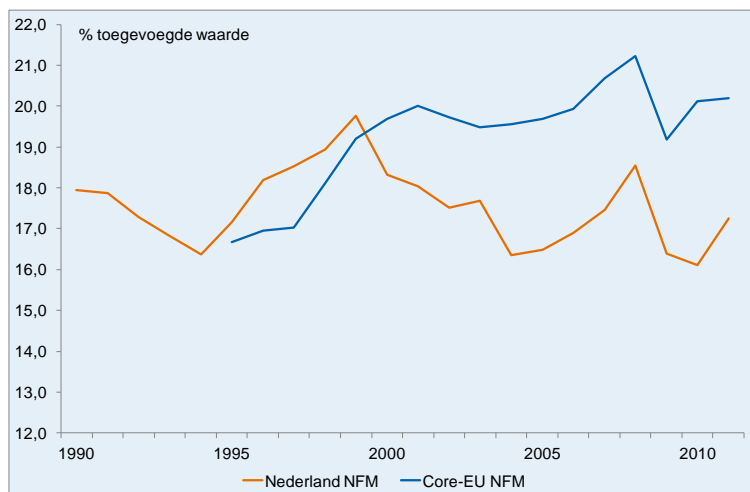
	1990	1995	2000	2007	2011
% bruto toegevoegde waarde					
Niet-financiële marktsector	18,5	17,7	19,9	17,5	17,9
Landbouw, bosbouw en visserij	32,0	24,9	30,9	32,1	33,3
Delfstoffenwinning	17,5	16,3	14,1	20,8	45,0
Industrie	19,5	16,3	16,9	14,2	12,7
Energievoorziening	25,9	49,9	30,4	37,2	33,8
Waterbedrijven en afvalbeheer	36,2	67,2	37,1	38,2	49,6
Bouwnijverheid	7,9	7,5	11,7	11,8	11,6
Handel	12,3	11,3	12,9	10,9	9,0
Transport en opslag	34,0	31,9	29,9	22,4	29,3
Horeca	10,8	7,7	10,7	12,1	13,0
Informatie en communicatie	24,4	23,0	37,2	15,3	13,7
Zakelijke dienstverlening	15,4	14,8	21,7	25,9	23,1

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS.

Verder blijkt uit tabel 3.2 dat, ook over een langere periode, de investeringsquote van de industrie in reële termen afneemt; dit doet zich vrijwel over de gehele breedte van de industrie voor. Mogelijk houdt dat verband met de relatief sterke stijging van de productiviteit in die sector. Daardoor is er minder kapitaal nodig om dezelfde hoeveelheid productie voort te brengen. Het aandeel van de industrie in de werkgelegenheid neemt al jaren gestaag af. Ook het aandeel in de totale toegevoegde waarde neemt al jaren af (tabel 3.4). Dat komt vooral doordat prijsstijgingen in de industrie sterk achterblijven bij andere bedrijfstakken zoals de zakelijke dienstverlening. De deïndustrialisatie is naast veranderende consumptiepatronen als gevolg van een toenemende welvaart dan ook vooral het gevolg van een stijging van de productiviteit (Schenk en Theeuwes 2002). De combinatie van een relatief afnemende vraag naar industriële producten en een relatief sterke stijging van de productiviteit leidt ertoe dat met minder kapitaal en arbeid de benodigde productie kan worden voortgebracht.

De reële investeringsquote van de zakelijke dienstverlening vertoont een beduidende toename in de loop van de tijd, terwijl de nominale investeringsquote een lichte neerwaartse trend kent. Dat hangt samen met het relatief grote aandeel van computerapparatuur in de aangekochte investeringsgoederen door de zakelijke dienstverlening. Bijna een vijfde van de investeringen bestaat uit computerapparatuur terwijl dat voor de NFM gemiddeld circa een twintigste bedraagt. Doordat computerapparatuur in prijs daalt, wordt er in volumetermen bij een geven nominale investeringsomvang meer geïnvesteerd in computerapparatuur.

Figuur 3.2 Reële investeringsquote NFM (exclusief delfstoffenwinning en ICT)



Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS en Eurostat.

Om de bijdragen van de afzonderlijke bedrijfstakken aan de ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM (tabel 3.3) beter te kunnen duiden worden in een decompositie twee onderdelen onderscheiden: een samenstellingseffect en een investeringseffect. Enerzijds kunnen de bijdragen van bedrijfstakken wijzigen door een verandering in de samenstelling van de economie. Het aandeel van de betreffende tak in de totale economie kan toe- of afnemen (tabel 3.4). Een toenemend aandeel leidt tot een grotere bijdrage aan de reële investeringsquote NFM. Anderzijds is het mogelijk dat de reële investeringsquote van een bedrijfstak toe- of afneemt. Een toenemende investeringsquote van een bedrijfstak leidt, *ceteris paribus*, eveneens tot een grotere bijdrage van die bedrijfstak aan de reële investeringsquote NFM. De cijfers in tabel 3.3 zijn bepaald door de jaarlijkse verandering van de reële investeringsquote te wegen met het aandeel van de betreffende bedrijfstak en die te sommeren over de relevante periode.

De veranderende samenstelling van de Nederlandse economie heeft in de periode 2001-2011 slechts zeer beperkt bijgedragen aan de daling van de reële investeringsquote.⁴⁴ Bedrijfstakken waarvan het aandeel in de economie afneemt, hebben gemiddeld genomen ongeveer dezelfde investeringsquote als de bedrijfstakken waarvan het aandeel in de economie toeneemt. De veranderende samenstelling van de economie is daardoor geen verklaring voor de lagere reële investeringsquote.

⁴⁴ Het samenstellingseffect kan worden bepaald door de investeringsquote (in nominale termen) van 2000 voor elke bedrijfstak te vermenigvuldigen met de ontwikkeling van het aandeel van die bedrijfstak voor de periode 2001-2011.

Tabel 3.3 Bijdrage van bedrijfstakken aan de ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM

	1991-1995	1996-2000	2001-2007	2008-2011	2001-2011
% bruto toegevoegde waarde					
Niet-financiële marktsector	-0,9	2,3	-2,4	0,4	-2,0
Landbouw, bosbouw en visserij	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,1
Delfstoffenwinning	0,0	0,0	0,2	1,2	1,5
Industrie	-0,9	0,2	-0,6	-0,3	-0,9
Energievoorziening	0,6	-0,4	0,3	0,0	0,3
Waterbedrijven en afvalbeheer	0,4	-0,4	0,0	0,1	0,2
Bouwnijverheid	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Handel	-0,2	0,3	-0,4	-0,4	-0,8
Transport en opslag	-0,2	-0,2	-0,6	0,5	-0,1
Horeca	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Informatie en communicatie	-0,1	0,8	-1,6	-0,1	-1,8
Zakelijke dienstverlening	-0,1	1,1	0,7	-0,6	0,2

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS.

De daling van de reële investeringsquote is dan ook vooral het gevolg van een investeringseffect. Uit tabel 3.3 blijkt dat met name de bedrijfstakken informatie en communicatie, industrie en handel hebben bijgedragen aan de daling van de reële investeringsquote gedurende 2000-2011. Eerder bleek al dat dit vooral het gevolg is van in volumetermen afnemende investeringen in die bedrijfstakken. Over een langere periode beschouwd daalt de reële investeringsquote slechts zeer beperkt. Wel zijn er verschuivingen tussen bedrijfstakken zichtbaar. De industrie, handel, transport en opslag laten een gestage daling zien van de reële investeringsquote terwijl die van de zakelijke dienstverlening juist toeneemt.

Tabel 3.4 Aandeel van bedrijfstakken in toegevoegde waarde NFM

	1990	1995	2000	2007	2011
%					
Landbouw, bosbouw en visserij	6,5	5,3	3,9	3,0	2,7
Delfstoffenwinning	5,1	4,2	3,7	4,8	5,8
Industrie	27,2	26,0	22,6	20,9	20,8
Energievoorziening	2,3	2,4	1,7	2,8	3,4
Waterbedrijven en afvalbeheer	1,1	1,4	1,5	1,3	1,4
Bouwnijverheid	9,0	8,6	8,8	9,0	8,9
Handel	20,1	20,2	21,5	20,7	20,8
Transport en opslag	8,7	8,6	8,4	7,7	7,2
Horeca	2,6	2,9	3,1	2,9	2,9
Informatie en communicatie	4,7	5,1	7,4	8,1	7,7
Zakelijke dienstverlening	12,8	15,4	17,5	18,8	18,4

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS.

De ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM kan voor de periode 2001-2011 ook worden ontleed naar type investeringsgoederen.⁴⁵ Dat is relevant omdat investeringen in ICT-apparatuur niet alleen leiden tot kapitaalverdieping maar ook bijdragen aan een hogere totale factorproductiviteit (Van der Wiel en Van Leeuwen, 2003). Investerings in ICT-apparatuur leiden tot kennis en technologie spillovers. Vooral als er over de volle breedte van de economie in wordt geïnvesteerd. Daardoor wordt de productiviteit van alle inputs in het productieproces positief beïnvloed. Uit tabel 3.5 komt naar voren dat achterblijvende investeringen in machines en installaties (exclusief computerapparatuur) de reële investeringsquote NFM met 1,7%-punt heeft gedrukt. Dat strookt met de achterblijvende investeringen in de industrie. Daarnaast komt de reële investeringsquote 1,1%-punt lager uit doordat investeringen in gebouwen en constructies achterblijven. Investerings in computerapparatuur leveren juist een positieve bijdrage van 1%-punt. Met name de zakelijke dienstverlening investeert relatief veel in computerapparatuur en weinig in machines. De verschuiving van investeringen in traditionele kapitaalgoederen zoals machines en installaties naar investeringen in ICT-apparatuur en software is niet alleen het gevolg van dalende investeringsprijzen van computerapparatuur (waarover later in deze paragraaf meer) maar ook van de veranderende samenstelling van de Nederlandse economie.

Tabel 3.5 Bijdrage van de typen investeringsgoederen aan de ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM

	2001-2007	2008-2011	2001-2011
% bruto toegevoegde waarde			
Niet-financiële marktsector	-2,2	0,3	-1,9
Gebouwen en constructies	-1,4	0,3	-1,1
Transportmiddelen	-0,2	0,1	-0,1
Machines en computers	-0,4	-0,3	-0,7
w.v. computers	0,9	0,1	1,0
Immateriële vaste activa	-0,1	0,2	0,1
w.v. software	0,0	0,0	0,0

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van Eurostat.

Bijna de helft van de daling van de nominale investeringsquote NFM in de periode 2000-2011 komt doordat de prijzen van de investeringsgoederen achterblijven bij de prijs van de toegevoegde waarde van de NFM. Dat drukt de nominale investeringsquote met 1,2%-punt (tabel 3.6).⁴⁶ Uit die tabel blijkt verder dat door het achterblijven van de investeringsprijzen van computerapparatuur de investeringsquote met 1,4%-punt wordt gedrukt. De prijsontwikkeling van investeringen in computerapparatuur is, voornamelijk als gevolg van kwaliteitsverbeteringen, al decennia negatief. De laatste jaren van de vorige eeuw daalden de investeringsprijzen van computerapparatuur gemiddeld ruim 22% per jaar.

⁴⁵ Daarbij gaat het om de investeringen per type activa ten opzichte van de toegevoegde waarde NFM. Een toename van die ratio in reële termen leidt tot een bijdrage aan de ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM.

⁴⁶ Vanwege databeperkingen is deze analyse alleen mogelijk voor de periode 2000-2011. Dezelfde analyse op basis van een iets bredere definitie dan de NFM laat zien dat over de periode 1990-2011 ongeveer driekwart van de daling van de nominale investeringsquote is toe te schrijven aan achterblijvende investeringsprijzen. Ook over die periode is dat vooral het gevolg van dalende prijzen van computerapparatuur.

Investeringsprijzen in machines blijven sinds begin jaren 80 ook achter bij die van de toegevoegde waarde. Dat die prijzen relatief dalen is op zich niet zo verwonderlijk. Investeringsgoederen zoals machines en ICT-apparatuur worden veelal door kapitaalintensieve sectoren met een hoge arbeidsproductiviteit voortgebracht, waardoor prijzen gematigd stijgen of zelfs dalen. Daarnaast zijn die goederen veelal internationaal verhandelbaar wat eveneens een drukkend effect heeft op de prijzen ervan. Wel lijkt er zich een kentering voor te doen vanaf 2004. De relatieve prijsdaling van machines en computerapparatuur is daarna aanmerkelijk kleiner. Daardoor is het neerwaartse effect van machines en computerapparatuur sindsdien ongeveer net zo groot als opwaartse effect van gebouwen, waardoor de bijdrage van het prijseffect aan de nominale investeringsquote min of meer stabiel blijft.

Tabel 3.6 Bijdragen van de typen investeringsgoederen aan het prijseffect op de investeringsquote NFM

	2001-2007	2008-2011	2001-2011
	% bruto toegevoegde waarde		
Niet-financiële marktsector	-1,4	0,1	-1,2
Gebouwen en constructies	0,1	0,3	0,4
Transportmiddelen	-0,3	-0,1	-0,4
Machines en computers	-1,3	0,0	-1,3
w.v. computers	-1,2	-0,2	-1,4
Immateriële vaste activa	0,0	0,0	0,0
w.v. software	0,0	0,0	0,0

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van Eurostat.

Prijzen van gebouwen en infrastructuur nemen sneller toe dan die van de toegevoegde waarde aangezien gebouwen en infrastructuur veelal binnenslands worden geproduceerd. Dat gaat vaak gepaard met een relatief arbeidsintensief proces met maar beperkte productiviteitsverbeteringen waardoor er sprake is van opwaartse druk op die investeringsprijzen.

3.2 Investeringsquote NFM in internationaal perspectief

De Nederlandse investeringsquote NFM ging tot en met het einde van de vorige eeuw nog min of meer gelijk op met die van de core-EU, maar vanaf 1999 tot en met 2004 komt deze in toenemende mate lager uit dan die van de core-EU (figuur 3.1, links). De achterstand steeg van 1,5%-punt in 2000 tot 4,8%-punt in 2007, om vervolgens in de jaren tot met 2011 terug te lopen tot 3,5%-punt (tabel 3.7). In de periode 2000-2011 neemt de achterstand op de core-EU uiteindelijk met 2%-punt toe.

Tabel 3.7 Investeringen NFM in lopende prijzen: Nederland minus core-EU

	1995	2000	2007	2011
	% bruto toegevoegde waarde			
Niet-financiële marktsector	0,0	-1,5	-4,8	-3,5
Landbouw, bosbouw en visserij	-4,5	5,6	2,5	13,4
Delfstoffenwinning	-14,2	-15,4	-29,4	-9,5
Industrie	0,1	-2,8	-4,9	-5,5
Energievoorziening	14,1	2,1	-9,5	-16,8
Waterbedrijven en afvalbeheer	5,4	-18,5	-12,2	6,0
Bouwnijverheid	-2,5	-2,9	-4,5	-3,9
Handel	1,5	-0,2	-1,5	-2,5
Transport en opslag	2,2	-3,3	-10,7	-1,4
Horeca	-8,1	-5,2	-7,0	-4,9
Informatie en communicatie	0,1	12,0	-8,1	-9,7
Zakelijke dienstverlening	-1,1	-2,5	-2,5	-3,9

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS en Eurostat.

Uit tabel 3.7 komt naar voren dat in de periode 2000-2011 vrijwel alle bedrijfstakken in Nederland een lagere investeringsquote kennen dan in de core-EU. Dat is zichtbaar over de volle breedte van de Nederlandse economie. Om na te gaan waar dat door komt is, net als in de vorige subparagraaf, de relatieve ontwikkeling van de Nederlandse investeringsquote in een volume- en prijseffect. Daarbij is het prijseffect opgesplitst naar type investeringsgoed. Het verschil in ontwikkeling van de reële investeringsquote met de core-EU per bedrijfstak is gesplitst in een samenstellingseffect en een investeringseffect. Een bijdrage als gevolg van een, in vergelijking met de core-EU, toe of afnemend aandeel in de economie (tabel 3.9) en een als gevolg van een relatief toe- of afnemende reële investeringsquote van de bedrijfstak (tabel 3.8). Aan de hand daarvan zijn de bijdragen van de verschillende bedrijfstakken aan het relatief achterblijven van de Nederlandse reële investeringsquote te bepalen (tabel 3.10).

Tabel 3.8 Reële investeringsquote NFM: Nederland minus core-EU

	1995	2000	2007	2011
	% bruto toegevoegde waarde			
Niet-financiële marktsector	0,0	0,1	-2,6	-1,2
Landbouw, bosbouw en visserij	-4,5	4,8	4,4	4,4
Delfstoffenwinning	-14,2	-15,2	-25,9	1,6
Industrie	0,1	-1,2	-2,0	-2,3
Energievoorziening	14,1	5,3	7,1	0,1
Waterbedrijven en afvalbeheer	5,4	-26,5	-25,0	-8,0
Bouwnijverheid	-2,5	-0,8	-2,4	-2,3
Handel	1,5	0,4	-1,7	-3,0
Transport en opslag	2,2	-2,1	-13,2	-4,9
Horeca	-8,1	-5,9	-7,4	-5,3
Informatie en communicatie	0,1	13,0	-6,9	-7,3
Zakelijke dienstverlening	-1,1	-0,6	1,9	-0,1

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS en Eurostat.

Ruim de helft van het achterblijven van de Nederlandse nominale investeringsquote NFM tijdens de periode 2000-2011 komt doordat de reële investeringsquote 1,3%-punt achterblijft (tabel 3.8). Was het verschil met de core-EU in 2000 nog licht positief (0,1%-punt), in 2011 is het omgeslagen in een achterstand van 1,2%-punt. In die periode is de Nederlandse investeringsquote NFM in reële termen met 2%-punt gedaald, terwijl die van de core-EU met 0,7%-punt is gedaald. Op de bedrijfstakken delfstoffenwinning, waterbedrijven en afvalbeheer, horeca en zakelijke dienstverlening na, laten alle bedrijfstakken in afwijking van de core-EU een dalende reële investeringsquote zien (tabel 3.2).

Het relatief achterblijven van de Nederlandse investeringen gaat gepaard met minder afschrijvingen dan in andere landen (Verhoeven et al, 2012). Niet duidelijk is of de langere levensduur van de kapitaalgoederen een gevolg is van het relatief lagere investeringsniveau of juist een oorzaak. Mogelijk stellen ondernemers (een deel van) de investeringen uit en doen ze langer met de bestaande productiemiddelen.

De relatieve daling van de Nederlandse investeringsquote wordt niet veroorzaakt door een andere bedrijfstaksamenstelling. Het aandeel in de NFM is voor de meeste bedrijfstakken voor Nederland niet veel anders dan voor de core-EU (tabel 3.9), uitzonderingen zijn de industrie en de delfstoffenwinning. Voor Nederland is het aandeel van de industrie kleiner en die van de delfstoffenwinning groter dan voor de core-EU. Tegelijkertijd blijft in Nederland het investeringsniveau in de delfstoffenwinning en industrie achter bij die in core-EU. Weliswaar blijft het investeringsniveau van de delfstoffenwinning meer achter dan die van de industrie het is maar beperkt van invloed op het verschil tussen de Nederlandse investeringsquote en die van de core-EU.

Tabel 3.9 Aandeel van bedrijfstakken in toegevoegde waarde NFM: Nederland minus core-EU⁴⁷

	1995	2000	2007	2011
	%			
Landbouw, bosbouw en visserij	1,8	0,8	0,7	0,4
Delfstoffenwinning	3,6	3,3	4,5	5,4
Industrie	-5,5	-7,8	-7,1	-5,3
Energievoorziening	-0,9	-1,2	0,0	0,5
Waterbedrijven en afvalbeheer	0,3	0,2	0,0	-0,1
Bouwnijverheid	-0,6	0,6	-0,1	-0,7
Handel	1,4	3,4	2,5	2,5
Transport en opslag	0,5	0,3	-0,8	-1,2
Horeca	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4
Informatie en communicatie	-0,9	0,5	0,9	0,4
Zakelijke dienstverlening	1,0	0,7	0,6	-0,5

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS en Eurostat.

⁴⁷ Een positief teken houdt in dat het aandeel in Nederland groter is dan in de core-EU.

Verder valt in tabel 3.9 op dat het aandeel van de industrie in de NFM in Nederland al decennia kleiner is dan die in de core-EU. Tegelijkertijd daalt de reële investeringsquote van de industrie in Nederland sneller dan in de core-EU. Was het in 1995 nog ongeveer gelijk aan die van de core-EU, in 2011 kwam het 2,3%-punt lager uit (tabel 3.8). De oorzaak hiervan is niet duidelijk. Mogelijk dat de sterkere productiviteitsontwikkeling van de industrie in Nederland het voor een deel verklaart.

Tabel 3.10 Bijdrage van bedrijfstakken aan de ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM: Nederland minus core-EU

	1996-2000	2001-2007	2008-2011	2001-2011
	% bruto toegevoegde waarde			
Niet-financiële marktsector	0,1	-2,7	1,4	-1,3
Landbouw, bosbouw en visserij	0,4	0,0	0,1	0,1
Delfstoffenwinning	0,0	0,2	1,2	1,4
Industrie	-0,4	0,0	0,0	0,0
Energievoorziening	-0,1	0,1	-0,2	0,0
Waterbedrijven en afvalbeheer	-0,4	0,0	0,2	0,3
Bouwnijverheid	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Handel	-0,2	-0,5	-0,2	-0,7
Transport en opslag	-0,4	-0,9	0,7	-0,2
Horeca	0,0	-0,1	0,1	0,1
Informatie en communicatie	0,7	-1,5	-0,1	-1,6
Zakelijke dienstverlening	0,1	0,4	-0,4	0,0

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van CBS en Eurostat.

Uit tabel 3.10 blijkt dat de Nederlandse reële investeringsquote NFM in de periode 2001-2011 vooral achterblijft door relatief lagere investeringen in de ICT-sector en in mindere mate door de bedrijfstakken handel, bouw en transport en opslag. De ICT-sector drukt de Nederlandse reële investeringsquote NFM ten opzichte van die van de core-EU met 1,6%-punt. In de tweede helft van de jaren negentig was het investeringsniveau van de ICT-sector in Nederland juist hoog in het kader van de UMTS-licenties. De investeringen van de communicatiesector in de core-EU namen eind vorige eeuw ook toe maar in veel mindere mate dan in Nederland. Ook over een langere periode, van 1995 tot en met 2011, wordt de reële investeringsquote NFM voor Nederland gedrukt door ICT-sector. De afname van investeringen in die sector na de eeuwwisseling is groter dan de toename die daaraan voorafging. De reële investeringsquote voor de ICT-sector komt 2011 ruim 7%-punt lager uit dan die voor de core-EU.

Daarnaast komt de Nederlandse reële investeringsquote NFM lager uit doordat de reële investeringsquote van de handel achterblijft. Verder valt op dat de bedrijfstak delfstoffenwinning in de periode 2001-2011 juist voor een relatieve verbetering van de Nederlandse reële investeringsquote NFM zorgt. Dat is voornamelijk het gevolg van een relatieve toename van de reële investeringsquote van de delfstoffenwinning. Gecorrigeerd voor investeringen in de communicatiesector en de delfstoffenwinning komt de reële investeringsquote eind vorige eeuw bijna 2%-punt lager uit (zie figuur 3.2). De oploop van de gecorrigeerde investeringsquote voorafgaand aan de eeuwwisseling is min of meer gelijk aan die van de core-EU. Maar daarna daalt de gecorrigeerde investeringsquote in Nederland

beduidend sterker dan die van de core-EU. Over een langere periode beschouwd komt de daling van de gecorrigeerde reële investeringsquote door achterblijvende investeringen in de industrie, handel en transport en opslag.

Tabel 3.11 Bijdrage van de typen investeringsgoederen aan de ontwikkeling van de reële investeringsquote NFM: Nederland minus core-EU

	2001-2007	2008-2011	2001-2011
% bruto toegevoegde waarde			
Niet-financiële marktsector	-2,7	1,3	-1,4
Gebouwen en constructies	-1,4	0,8	-0,6
Transportmiddelen	-0,3	0,3	0,0
Machines en computers	-0,5	0,1	-0,4
w.v. computers	1,0	0,1	1,0
Immateriële vaste activa	-0,4	0,0	-0,4
w.v. software	-0,3	-0,2	-0,4

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van Eurostat.

Als we de bijdragen aan de relatieve ontwikkeling bezien vanuit type investeringsgoederen, dan blijkt dat het achterblijven van de Nederlandse reële investeringsquote in de periode 2001-2011 vooral komt doordat er minder in machines wordt geïnvesteerd. Tabel 3.11 laat zien dat daardoor de reële investeringsquote ten opzichte van de core-EU 1,4%-punt lager uitkomt. Daarnaast wordt de reële investeringsquote met 0,6%-punt gedrukt door relatief achterblijvende investeringen in gebouwen en constructies. Lagere investeringen in software drukken de reële investeringsquote met 0,4%-punt. Daarentegen draagt het relatief hoge investeringsniveau in computerapparatuur juist positief bij met 1%-punt.

Ruim een kwart van het relatief achterblijven van de Nederlandse nominale investeringsquote in de periode 2000-2011 komt doordat de investeringprijsen meer achterblijven dan in de core-EU. Daardoor komt de Nederlandse investeringsquote 0,8%-punt lager uit dan die van de core-EU (tabel 3.12). Met name de bijdrage van computerapparatuur is fors met -1,2%-punt door de relatief achterblijvende prijzen daarvan.

Tabel 3.12 Bijdrage van de typen investeringsgoederen aan de relatieve prijsontwikkeling van de investeringsquote NFM: Nederland minus core-EU

	2001-2007	2008-2011	2001-2011
% bruto toegevoegde waarde			
Niet-financiële marktsector	-1,0	0,1	-0,8
Gebouwen en constructies	-0,4	0,1	-0,2
Transportmiddelen	-0,3	-0,1	-0,4
Machines en computers	-0,6	0,1	-0,5
w.v. computers	-1,1	-0,2	-1,2
Immateriële vaste activa	0,2	0,1	0,3
w.v. software	0,2	0,1	0,3

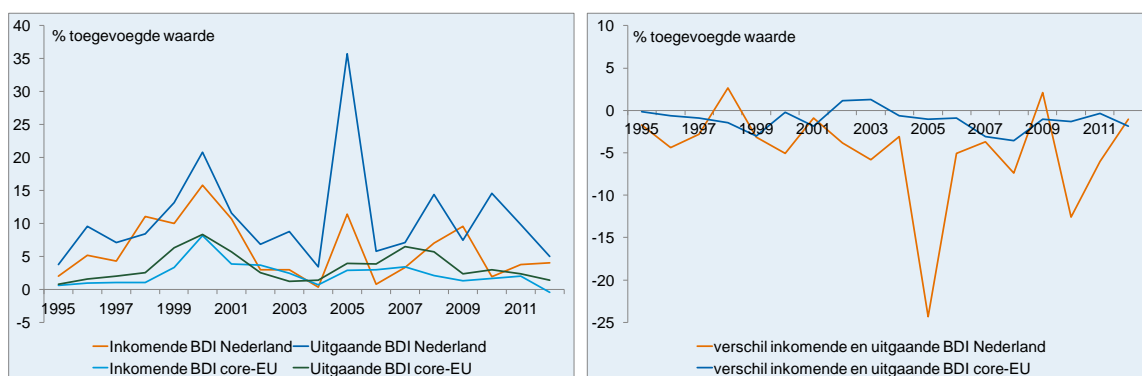
Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van Eurostat.

Overigens is dat niet enkel een Nederlands fenomeen. In Duitsland blijven de prijzen van machines en ICT-apparatuur in vergelijkbare mate achter bij de prijzen van de toegevoegde waarde als in Nederland.⁴⁸ Omdat vrijwel alle bedrijfstakken gebruikmaken van computerapparatuur leidt dat tot een relatief lagere investeringsquote voor vrijwel alle bedrijfstakken. Vanaf 2004 is de relatieve prijsontwikkeling van Nederlandse investeringsgoederen min of meer in lijn met die van de core-EU, waardoor het vanaf dat moment niet meer bijdraagt aan het achterblijven van de Nederlandse investeringsquote.

3.3 Achterblijvende investeringen: onderliggende factoren

In de voorgaande paragrafen is met behulp van een decompositie de daling van de nominale investeringsquote in kaart gebracht. Daaruit bleek dat ongeveer de helft van de daling het gevolg is van een daling van de reële investeringsquote. Met name achterblijvende investeringen in de industrie, de ICT-sector en de handel liggen daaraan ten grondslag. Het in internationaal opzicht achterblijven van de reële investeringsquote is vooral het gevolg van achterblijvende investeringen in de ICT-sector, handel, bouw en transport en opslag. In deze paragraaf komen twee mogelijke factoren aan bod die daaraan ten grondslag kunnen liggen.

Figuur 3.3 Inkomende en uitgaande BDI van de NFM voor Nederland en core-EU (% toegevoegde waarde, links) en inkomende en uitgaande BDI gesaldeerd (% toegevoegde waarde, rechts) (a)



Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van de OESO (Foreign Direct Investment Statistics).

(a) De forse uitgaande BDI in 2005 is voor een groot deel het gevolg van een wijziging in de organisatiestructuur bij Shell in dat jaar (zie ook par. 2.2.2). Het bedrijf verplaatste z'n voornaamste beursnotering naar de London Stock Exchange waarbij tientallen miljarden euro's vanuit Nederland in het Verenigd Koninkrijk werden 'geïnvesteerd' (Hof en Rougoor, 2012).

Tegelijkertijd met het relatief achterblijven van de Nederlandse investeringsquote in de periode 2000-2011 blijft ook de netto instroom van buitenlandse directe investeringen (BDI) van de NFM in die periode achter (figuur 3.3 rechts). Dat zou erop kunnen duiden dat Nederland minder aantrekkelijk is om in te investeren, maar zeker is dat niet. BDI bestaan zowel uit investeringen ten behoeve van het overnemen van bestaande bedrijven als het opzetten van nieuwe bedrijfsactiviteiten of het uitbreiden ervan in het buitenland. Maar ook het verbeteren van balansposities van dochterondernemingen in het buitenland maakt daar onderdeel van uit (waaronder door ingehouden winsten op BDI, zie par. 2.1.3). Er is daarom

⁴⁸ Centraal Economisch Plan 2014, blz. 41.

geen een-op-een-relatie tussen BDI en aankopen van nieuwe investeringsgoederen en daarmee de investeringsquote. Daarnaast hebben veel multinationals hun hoofdkantoor in Nederland en gaan veel van hun investeringsstromen, waaronder BDI, via Nederland. Hierdoor zijn de inkomende en uitgaande BDI in Nederland aanmerkelijk hoger dan die in de core-EU (figuur 3.3 links) en mogelijk meer vertekend door investeringen ten behoeve van overnames en andere intra-concern financieringsstromen.

Tabel 3.13 Spanningsindicatoren Nederland en core-EU

	1996-2000	2001-2007	2008-2011	2001-2011
	%-punt per jaar			
Bezettingsgraad industrie (a)				
Nederland	2,5	0,4	-2,8	-0,8
Core-EU	1,7	1,1	-3,3	-0,5
Output gap				
Nederland	0,8	-0,5	-0,7	-0,6
Core-EU	0,4	1,2	-0,8	0,5

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van de OESO (Monthly Economic Indicators) en Europese Commissie (AMECO Database).
(a) Afwijking ten opzichte van langjarig gemiddelde.

Een andere mogelijke verklaring voor het achterblijven van de Nederlandse investeringsquote bij die van de core-EU ligt in de uiteenlopende conjuncturele ontwikkeling. In de periode 1996-2000 was er in Nederland sterkere mate van hoogconjunctuur dan in de core-EU. De bezettingsgraad liet een grotere positieve afwijking ten opzichte van het langjarig gemiddelde zien dan die van de core-EU (tabel 3.13). Daarnaast was het verschil tussen het bbp en de potentiële productie in Nederland groter dan in de core-EU. In dezelfde periode namen de investeringen in Nederland ook sterker toe dan in de core-EU. De daarop volgende periode van 2001 tot en met 2007 laat het tegenovergestelde zien. De conjuncturele spanning was in Nederland na het knappen van de internetzeepbel lager dan in de core-EU en tegelijkertijd namen de investeringen sneller af dan in de core-EU. Daarna werd de wereldeconomie geconfronteerd met de Grote Recessie. Van 2008 tot en met 2011 was de onderbenutting van de productiecapaciteit in de core-EU groter dan in Nederland, waardoor daar de investeringen daalden terwijl ze in Nederland min of meer constant bleven in reële termen. Bezien over de periode 2001-2011 als geheel bleef de bezettingsgraad voor de Nederlandse industrie gemiddeld genomen meer achter bij het langjarig gemiddelde dan die van de core-EU. Daarnaast was de output gap over die periode voor Nederland gemiddeld genomen negatief terwijl die voor de core-EU juist positief was.

3.4 Achterblijvende investeringen (nog) niet nadelig voor productiviteit

In deze paragraaf wordt kort ingegaan op de gevolgen van de relatief lage investeringsniveau in Nederland voor het concurrentievermogen. Ondanks dat de industrie in Nederland relatief minder investeert dan in de core-EU heeft het nog niet geleid tot een lagere productiviteit. Sterker nog, de productiviteit van de industrie neemt over de gehele periode sterker toe dan in de core-EU (tabel 3.14). Overigens kennen ook de overige bedrijfstakken ondanks een lager investeringsniveau over het algemeen een hogere productiviteitsgroei dan de overeenkomstige bedrijfstakken in de core-EU. De daling van de investeringsquote kan dus ook wijzen op een efficiëntere productie. Ook onderzoek van Van de Ven (2013) duidt daarop. In dat onderzoek is nagegaan hoe de arbeidsproductiviteit van een aantal bedrijfstakken voor Nederland zich verhoudt tot die van andere EU-landen. Daaruit blijkt dat van de bedrijfstakken transport en opslag, handel en enkele onderdelen van de industrie de arbeidsproductiviteit zich ruim boven de internationale *frontier* bevindt, waarbij deze is gedefinieerd als het gemiddelde van de drie meest productieve landen voor die bedrijfstak. Dit ondanks het achterblijven van de reële investeringsquote van die bedrijfstakken bij die van de core-EU. Blijkbaar zijn er andere determinanten van de arbeidsproductiviteit die de achterblijvende investeringen in kapitaal hebben gecompenseerd⁴⁹.

Tabel 3.14 Productiviteitsontwikkeling per bedrijfstak: Nederland minus core-EU (a)

	1996-2000	2001-2007	2008-2011	2001-2011
	mutaties per jaar in %			
Niet-financiële marktsector	0,2	0,7	0,3	1,0
Landbouw, bosbouw en visserij	-6,2	0,8	1,3	2,1
Delfstoffenwinning	-1,3	2,5	-0,2	2,3
Industrie	0,3	0,9	0,1	1,0
Energievoorziening	-3,0	3,2	0,8	3,9
Waterbedrijven en afvalbeheer	5,4	0,3	0,7	1,0
Bouwnijverheid	-0,9	0,1	0,2	0,3
Handel	3,2	1,4	0,9	2,3
Transport en opslag	-0,2	0,8	-0,3	0,4
Horeca	2,2	-0,9	-1,4	-2,3
Informatie en communicatie	1,0	2,2	-2,9	-0,7
Zakelijke dienstverlening	2,3	0,5	0,8	1,4

Bron: Eigen berekeningen op basis van cijfers van Eurostat.

(a) Vanwege databeperkingen maakt België geen deel uit van de core-EU.

⁴⁹ Andere determinanten van de arbeidsproductiviteit zijn onder andere technologische innovaties, procesinnovaties, kwaliteitsverbeteringen van de factor arbeid en een efficiëntere benutting van ingezette productiefactoren

Verder heeft het relatief lage investeringsniveau in Nederland niet geleid tot een relatief achterblijvende ontwikkeling van de productieve kapitaalgoederenvoorraad. Voor de periode van 2001-2011 is de groei daarvan vrijwel gelijk aan de groei daarvan voor de core-EU (tabel 3.15). De productieve kapitaalgoederenvoorraad is een maatstaf voor de totale productiecapaciteit die een kapitaalgoederenvoorraad vertegenwoordigt. Bij het bepalen van de productieve kapitaalgoederenvoorraad wordt verondersteld dat de capaciteit van de kapitaalgoederenvoorraad door slijtage en ouderdom afneemt naar mate de leeftijd van kapitaalgoederen toeneemt. Maar ook de samenstelling van de kapitaalgoederenvoorraad speelt een rol. Zo leidt een groter aandeel van investeringen in ICT-apparatuur tot een productievere kapitaalgoederenvoorraad.⁵⁰ Aangezien Nederland in reële termen meer heeft geïnvesteerd in computerapparatuur heeft dit er mede toe bijgedragen dat de productieve kapitaalgoederenvoorraad bijna evenveel is toegenomen als die van de core-EU ondanks dat de totale investeringen NFM achterblijven.

Tabel 3.15 Productieve kapitaalgoederenvoorraad

	1996-2000	2001-2007	2008-2011	2001-2011
	mutaties per jaar in %			
Nederland	2,0	1,3	1,3	1,3
Core-EU	1,7	1,6	1,0	1,4

Bron: OESO, Economic Outlook No 93.

Ook wijzen indicatoren voornamelijk niet op negatieve gevolgen van de achterblijvende Nederlandse investeringsquote voor het concurrentievermogen van bedrijven. Nederland heeft geen ongunstig investeringsklimaat (World Economic Forum, 2013) en trekt relatief veel buitenlandse investeringen aan (DNB, 2011) en het oordeel van buitenlandse bedrijven over het vestigingsklimaat is redelijk goed en stabiel (NFIA, 2014).

⁵⁰ Bij de bepaling van de productieve kapitaalgoederenvoorraad wordt er vanuit gegaan dat kapitaalgoederen met een kortere levensduur, zoals ICT-apparatuur, een hoger marginaal rendement kennen om zodoende de aanschaf ervan in die korte tijd terug te verdienen.

4 Spaaroverschot NFB, spaarsaldo huishoudens en saldo lopende rekening betalingsbalans

Dit Achtergronddocument heeft vooral als doel de ontwikkeling van het spaaroverschot van NFB te verklaren. De relatie tussen dit spaaroverschot, de spaarsaldi van de overige binnenlandse sectoren (met name huishoudens) en het lopende rekening overschot is in de vorige paragrafen slechts zijdelings aan de orde gekomen. In deze paragraaf wordt hier kort op ingegaan; een uitgebreidere analyse past in een vervolgstudie over het Nederlandse betalingsbalansoverschot.

In tegenstelling tot het spaaroverschot van NFB is het spaaroverschot van huishoudens sterk teruggelopen (figuur 1.1). Dit roept de vraag op of verband is tussen deze ontwikkelingen.⁵¹ Vanuit theoretisch perspectief zijn huishoudens de eigenaren van bedrijven en passen zij hun spaarplannen aan om de hogere bedrijfsbesparingen te compenseren. In de praktijk zal echter sprake zijn van onvolledige substitutie (IMF, 2006). Bovendien hebben huishoudens in toenemende mate internationaal gediversifieerde portefeuilles, die minder reageren op binnenlandse bedrijfsbesparingen (André, Guichard, Kennedy en Turner, 2007). Zo ging van de uitbetaalde dividenden van NFB (exclusief dividend op aardgas aan overheid) de afgelopen jaren gemiddeld twee derde deel naar het buitenland.

Voorts is sprake van meetproblemen. In par. 2.1.1 is aangegeven dat in de NR zelfstandigen bij de sector huishoudens zijn ingedeeld. Daardoor heeft de rechtsvorm van bedrijven invloed op het verloop van de besparingen. De sterke groei van het aantal kleine ondernemingen in de SFO (figuur 2.8, rechts) kan mede het gevolg zijn van de overstap van IB-ondernemers naar DGA's van vennootschappen. Het fiscale regime bevordert bovendien winsthouding door DGA's (par. 2.1.2), wat eveneens de gezinsbesparingen drukt.⁵² Ook de inkoop van eigen aandelen vertekent het verloop van de besparingen (par. 2.1.1). In de NR heeft deze inkoop, in tegenstelling tot dividenduitkeringen, geen verlagend (verhogend) effect op de besparingen van NFB (huishoudens).

Ook het saldo lopende rekening is niet vrij van interpretatieproblemen. In de methodologie van de NR worden de besparingen van NFB volledig toegerekend aan Nederland. Maar juist de aandelen van Nederlandse multinationals zijn voor het grootste deel in handen van buitenlandse beleggers.⁵³ Als de winsten van alle Nederlandse beursfondsen volledig als dividend zouden zijn uitgekeerd, zou het Nederlandse saldo lopende rekening vanaf halverwege het vorige decennium gemiddeld ruim 3% bbp lager zijn uitgevallen (Eggelte,

⁵¹ Zie IMF (2006), André et al. (2007) en SER (1992).

⁵² Door de lagere belastingafdrachten heeft dit, *ceteris paribus*, ook een negatief effect op het spaarsaldo van de overheid.

⁵³ Zie Europese Commissie (2014) en Eggelte, Hillebrand et al. (2014).

Hillebrand et al., 2014).⁵⁴ Omgekeerd worden de besparingen van ondernemingen in het buitenland, die deels in handen van Nederlandse beleggers zijn (huishoudens en pensioenfondsen) toegerekend aan de besparingen van de betreffende landen. Het Nederlandse pensioenvermogen is in internationaal perspectief erg hoog en voor een belangrijk deel in het buitenland belegd, waardoor winstinhouding door buitenlandse ondernemingen leidt tot een aanzienlijke neerwaartse vertekening van het spaarsaldo van huishoudens en het saldo lopende rekening. Volgens Eggelte, Hillebrand et al. (2014) hebben deze vertekeningen in de jaren voor de crisis het saldo op de lopende rekening per saldo behoorlijk verhoogd, terwijl zij elkaar in recente jaren elkaar ongeveer opheffen. Deze vertekeningen moet worden meegenomen bij de beoordeling van het Nederlandse overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dat is niet of onvoldoende het geval als panelregressies worden gebruikt als hulpmiddel om de betalingsbalans te beoordelen. Het IMF (2013) heeft een nieuwe methodologie gepubliceerd om lopende rekening saldi en wisselkoersen op een multilateraal consistente wijze te beoordelen. De grenzen van deze methode (onverklaarde residuen) zijn volgens het IMF het duidelijkst zichtbaar bij het analyseren van landen met grote natuurlijke hulpbronnen en kleine landen die financiële centra zijn. Beide oorzaken spelen bij Nederland een rol.

⁵⁴ Een dergelijke opwaartse vertekening is ook in andere kleine open economieën zoals Zwitserland en Ierland zichtbaar. Zie Mancini-Griffoli en Stoffels (2012), OESO (2008), IMF(2012).

5 Conclusies

Het spaaroverschot van niet-financiële bedrijven (NFB) is sinds begin jaren negentig sterk toegenomen tot bijna 9% bbp in 2012. De toename van het dit spaaroverschot weerspiegelt voor circa drie vijfde deel een stijging van de spaarquote en voor circa twee vijfde deel een daling van de investeringsquote. Ook in andere hoogontwikkelde landen is een dergelijke ontwikkeling zichtbaar, maar er is in veel mindere mate sprake van een blijvend en stijgend spaaroverschot van NFB.

De toename van de besparingen van NFB is vooral het gevolg van hogere vermogensinkomsten uit buitenlandse deelnemingen. Dit is in lijn met de sterke groei van de directe buitenlandse investeringen door NFB. Deze factor heeft waarschijnlijk grotendeels een langdurig en zelfversterkend karakter. Het uitbetaalde dividend door NFB blijft sterk achter bij de winst na belasting en levert daarmee een belangrijke bijdrage aan de hoge bedrijfsbesparingen. Ook in internationaal perspectief zijn de Nederlandse dividenduitkeringen laag. Ten dele kunnen de lage dividenduitkeringen een tijdelijk karakter hebben, voor zover de winstinhouding gericht is geweest op verbetering van de eigen vermogenspositie van Nederlandse ondernemingen. De vermogenspositie van het Nederlandse bedrijfsleven staat er inmiddels in internationaal perspectief goed voor. Ook inkoop van aandelen heeft bijgedragen aan winstinhouding. De besparingen worden echter vooral aangewend voor de financiering van de directe buitenlandse investeringen. Besparingen van NFB uit delfstoffenwinning (voornamelijk aardgas) zijn de afgelopen decennia licht teruggelopen tot een niveau van circa 1% bbp. De komende jaren nemen deze besparingen naar verwachting verder af.

Inzoomend op grote en kleine ondernemingen valt op dat de besparingen van NFB geconcentreerd zijn bij internationals (multinationals die in Nederland zijn gevestigd). Nederland is de thuisbasis van een groot aantal (grote) multinationals. Naast goede algemene vestigingsfactoren spelen fiscale redenen hierbij een rol. De resultaten uit buitenlandse deelnemingen leveren een belangrijke bijdrage aan de relatief hoge besparingen van internationals, terwijl tegelijkertijd de vpb-afdrachten laag zijn en de dividenduitkeringen aanzienlijk achterblijven bij de winst na belasting. Winstinhouding is een belangrijke financieringsbron voor de hoge directe buitenlandse investeringen van Nederlandse internationals. Van de in dit Achtergronddocument onderscheiden ondernemingstypen houden grote niet-internationals veruit de minste winst in. De besparingen van kleine ondernemingen zijn na een verbetering in de periode 2002-2006 weer teruggelopen, vooral in samenhang met de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat. Binnen de kleine ondernemingen loopt de winstgevendheid sterk uiteen, waarbij met name de ondernemingen die relatief sterk gericht op de binnenlandse markt zoals de bouwnijverheid en de detailhandel achterblijven. Opvallend is de sterke groei van het aantal kleine ondernemingen. Wellicht valt dit mede te verklaren uit een verandering van rechtsvorm: de overstap van IB-ondernemers naar DGA's van vennootschappen. De

besparingen van kleine ondernemingen worden voorts gestimuleerd door het regime van de inkomstenbelasting (box 2-systeem).

De toename van de spaarquote van NFB gaat gepaard met een dalende investeringsquote. De Nederlandse investeringsquote daalt sinds de eeuwwisseling harder dan die van de core-EU (België, Duitsland, Frankrijk, Italië) en komt vanaf 2003 beduidend lager uit dan die van de core-EU. De daling van de nominale investeringsquote van de niet-financiële marktsector (NFM) in de periode 2000-2011 is voor bijna de helft het gevolg van het achterblijven van de prijs van investeringsgoederen bij de prijs van de toegevoegde waarde. Vooral computerapparatuur is goedkoper geworden. De andere helft van de daling van de nominale investeringsquote is veroorzaakt door een daling van het volume van de investeringen in verhouding tot de toegevoegde waarde van de NFM. Deze afname van de reële investeringsquote is de resultante van afnemende investeringen in de industrie en de ICT-sector en in mindere mate in de handel. Ook gecorrigeerd voor het relatief achterblijven van de Nederlandse investeringsprijzen blijft de Nederlandse investeringsquote achter bij de core-EU. Vooral de ICT-sector is verantwoordelijk voor dit achterblijven, gevolgd door bedrijfstakken handel, transport&opslag en de bouwnijverheid. In de ICT-sector is dat deels het gevolg van een echo van de periode vóór 2001, met investeringen in het kader van UMTS-licenties. De investeringen van die sector namen rond die tijd in Nederland veel sterker toe dan in andere landen wat in de jaren daaropvolgend meer dan teniet is gedaan.

Een mogelijke verklaring voor de achterblijvende investeringsquote is dat Nederland sinds de eeuwwisseling meer jaren van laagconjunctuur heeft gehad dan de core-EU. Bij onderbezetting is het immers logisch dat bedrijven terughoudend zijn met uitbreidingsinvesteringen.

Een andere mogelijke verklaring voor het achterblijven van de investeringen is dat in de periode 2000-2011 de netto instroom van buitenlandse directe investeringen (BDI) van de NFM achterblijft bij de core-EU. Dat zou erop kunnen duiden dat Nederland minder aantrekkelijk is om in te investeren, maar zeker is dat niet. BDI bestaan zowel uit investeringen ten behoeve het opzetten van nieuwe of uitbreiding van bedrijfsactiviteiten in het buitenland, maar ook uit het overnemen van bestaande bedrijven. Maar ook grensoverschrijdende financieringstromen tussen vestigingen van hetzelfde concern, bijvoorbeeld ten behoeve van het verbeteren van balansposities, behoren daartoe. Veel multinationals hebben hun hoofdkantoor in Nederland en laten hun kapitaalstromen, waaronder BDI, veelal via Nederland lopen. Er is daarom geen één op één relatie tussen BDI en aankopen van nieuwe investeringsgoederen.

Ondanks een lager investeringsniveau van Nederlandse bedrijfstakken kennen zij over het algemeen een hogere productiviteitsgroei dan de overeenkomstige bedrijfstakken in de core-EU. De drukkende werking op de (potentiële) economische groei die uitgaat van een achterblijvende aanwas van nieuwe kapitaalgoederen, wordt dus gecompenseerd door andere 'drivers' van de arbeidsproductiviteit. Op basis van het huidig onderzoek is niet aan te geven welke ontwikkeling de investeringen in Nederland en de andere 'drivers' van de arbeidsproductiviteit de komende periode zullen doormaken.

Het relatief lage investeringsniveau in Nederland heeft vooralsnog ook niet geleid tot een relatief achterblijvende ontwikkeling van de productieve kapitaalgoederenvoorraad. Het achterblijven van de investeringsquote kan aldus wijzen op een efficiënte productiewijze. Indicatoren voor het concurrentievermogen van bedrijven wijzen vooralsnog eveneens niet op negatieve gevolgen van de achterblijvende Nederlandse investeringsquote.

Dit Achtergronddocument heeft vooral als doel de ontwikkeling van het spaaroverschot van NFB te verklaren. De relatie tussen dit spaaroverschot en het lopende-rekeningoverschot kwam slechts zijdelings aan de orde. Deze relatie is ook niet eenduidig. Zo is er sprake van verschuiving van besparingen van huishoudens naar besparingen van bedrijven. Voor zover dat het geval is, leiden hogere bedrijfsbesparingen niet tot een hoger saldo op de lopende rekening. Ook kwam naar voren dat de hoge besparingen van multinationals het saldo op de lopende rekening opwaarts vertekenen. Volgens de statistische afspraken worden de hoge winstinhoudingen van multinationals om buitenlandse directe investeringen te financieren volledig toegerekend aan Nederland. Maar juist de aandelen van multinationals zijn een belangrijk deel in handen van buitenlandse beleggers en daardoor zou bij hogere dividenduitkeringen een groot deel wegvloeien naar het buitenland. Omgekeerd is het Nederlandse pensioenvermogen in internationaal perspectief erg hoog en voor een belangrijk deel in het buitenland belegd, waardoor winstinhouding door buitenlandse ondernemingen leidt tot een neerwaartse vertekening van het spaarsaldo van huishoudens en het saldo lopende rekening. Deze vertekeningen moet worden meegenomen bij de beoordeling van het Nederlandse overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit Achtergronddocument is daarmee een bouwsteen voor een bredere analyse van het Nederlandse betalingsbalansoverschot.

Literatuur

André, C., S. Guichard, M. Kennedy en D. Turner, 2007, Corporate Net Lending: A Review of Recent Trends, OECD Economics Department Working Papers 583.

Bê Duc, L. en G. Le Breton, 2009, Flows-of-funds analysis at the ECB: Framework and applications, Occasional Paper 105.

Bonger, F.A., 2008, De effectieve druk van de vennootschapsbelasting 2001-2006, CBS-webpublicatie.

Bovenberg, A.L., 1991, Overvloed en onbehagen; Sparen en investeren in Nederland, *Economisch Statistische Berichten*, 6 februari 1991, 144-148.

CBS, 2013, Nationale rekeningen.

CBS, 2014, Nationale rekeningen: Revisie 2010.

Chamberlin, G., 2008, Recent trends in UK corporate net lending, *Economic & Labour Market Review*, vol. 2 (7): 53-58.

Commissie inkomstenbelasting en toeslagen, 2013, Naar een activerender belastingstelsel: Eindrapport.

CPB, 2014, De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland, CPB Notitie.

De Mooij, R.A. en G. Nicodème, 2008, Corporate tax policy and incorporation in the EU, *International Tax and Public Finance*, vol. 15, 478-498.

DNB, 2011, Nederland wereldwijd koploper directe investeringen, DNBulletin, 9 augustus 2011.

Ees, H. van, J.H. von Eije en R.B.H. Hooghiemstra, 2008, Dividendbeleid en inkoop eigen aandelen: De theorie en de praktijk in Nederland, Rijksuniversiteit Groningen.

Eggelte, J., R. Hillebrand, T. Kooiman en G. Schotten, 2014, Het nationale spaaroverschot ontleed, DNB Occasional Studies.

Eggelte, J., J. Jansen, G. Schotten en D. Dicou, 2014, Overwegingen bij de loonontwikkeling, DNB Occasional Studies.

Eije, H. von en W. Westerman, 2003, Cash management bij multinationale ondernemingen in de eurozone, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*.

European Central Bank, 2012, Corporate indebtedness in the euro area, *Monthly Bulletin February*.

European Central Bank, 2013, Corporate Finance in the euro area, Structural Issues Report, Occasional Paper Series 151.

European Commission, 2013, Macroeconomic Imbalances: The Netherlands, Occasional Papers 140.

European Commission, 2014, Macroeconomic Imbalances: The Netherlands, Occasional Papers 185.

Eurostat, 2013, Taxation trends in the European Union.

Hof, B. en W. Rougoor, Verplaatsing industrie: update 2012, SEO-rapport 2012-85.

IMF, 2006, Awash with Cash: Why Are Corporate Savings So High?, Chapter IV, World Economic Outlook.

IMF, 2012, Article IV Report Switzerland.

IMF, 2013, External Balance Assessments (EBA) Methodology: Technical Background.

Jarret, P en C. Letremy, 2008, The Significance of Switzerland's Enormous Current-Account Surplus, OECD Economics Department Working Papers 594.

KPMG, 2012, De concurrentiekracht van BV Nederland: Het belang van Nederlands grootste bedrijven.

Kusters, A.P., 1994, Winstgevendheid en vermogensverhoudingen, CPB Onderzoeksmemorandum.

Kusters, A.P., 1997, Het zwarte gat van Nederland, CPB Onderzoeksmemorandum.

Leering, R. en G. Schotten, 2012, De puzzel van het Nederlandse spaaroverschot, *Me Judice*.

Lejour, A. en M van 't Riet, 2013, Bilaterale belastingverdragen en buitenlandse investeringen, CPB Policy Brief.

Lintner, J., 1956, Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *American Economic Review*, 46, 97-113.

Mancini-Griffoli, T. en N. Stoffels, 2012 (preliminary), Adjusting the current account to better capture wealth accumulation.

NFIA, 2014, Enquête Vestigingsklimaat NFIA 2013.

OESO, 2006, Understanding National Accounts.

OESO, 2014, OECD Economic Surveys: Netherlands 2014.

Schenk, H. en J. Theeuwes, 2002, Reflecties op plaats en toekomst van de Nederlandse maakindustrie, SEO-rapport 629.

SER, 1992, Het nationale spaaroverschot, Rapport van de Commissie Economische Deskundigen, Publicatie nr. 11.

Tulder, R.J.M. van, 2000, Nederland multinationa(a)l land, Internationale Spectator, 54 (4), 176-181.

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

Ven, R. van, 2013, Onbenut groeipotentieel in grote delen van de economie, *Economisch Statistische Berichten*, 8 februari 2013, 74-76.

Verhoeven, W.H.J., A. Ruis, T. Span, 2012, Dynamiek van investeringen in Nederland, Panteia/EIM.

World Economic Forum, 2013, The Global Competitiveness Report 2013-2014.

Wiel, H. van der en G. van Leeuwen, 2003, Op zoek naar productiviteitsgroei, CPB Document 41.

Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

Augustus 2014