

De weg van calvinistische zuinigheid loopt dood: Nederland spaart te veel en investeert te weinig



ILLUSTRATIE: MAX KISMAN VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD



Bas Jacobs is Sijbren Cnossen hoogleraar economie en overheidsfinanciën aan de Erasmus School of Economics, EUR.

Vorige week werden de rentes op Nederlandse staatsobligaties voor het eerst in de geschiedenis voor alle looptijden negatief. De rente op tweejaarsstaatsleningen is -0,85%, op tienjaarsleningen -0,47% en op dertigjaarsleningen -0,17% (15 augustus).

Vaak wordt met een beschuldigende vinger naar de Europese Centrale Bank (ECB) gewezen, grotendeels ten onrechte. De rente op staatsleningen daalt al zo'n jaar of veertig en niet pas sinds de Grote Recessie (vanaf 2008) of het opkoopbeleid van de ECB. Het opkoopprogramma heeft hooguit een beperkt — en econometrisch niet aantoonbaar — effect gehad.

De rente daalt al decennia, om belangrijke structurele redenen: vergrijzing, toenemende inkomens- en vermogensongelijkheid en technologische ontwikkelingen. Daardoor nemen de besparingen toe en wordt een kleiner beroep gedaan op de kapitaalmarkt

om investeringen te financieren.

De extreem lage rente is een niet mis te verstaan marktssignaal dat het macro-economisch beleid in Nederland en in Europa faalt. Er wordt te veel gespaard en te weinig geïnvesteerd. Politiek Den Haag slaat zich echter op de borst met de huidige begrotingsoverschotten. Terwijl het aflossen van de staatsschuld nu geld kost.

Het Centraal Planbureau (CPB) draagt bij aan verkeerd begrotingsbeleid door misleidende houdbaarheidscijfers te presenteren. De houdbaarheidssommen worden gemaakt met een veel te hoge discontovoet van 3%. Die discontovoet is de rekenrente voor de Nederlandse economie. Deze is gelijk aan de risicovrije rente op staatsleningen plus een risicopremie die is afgeleid uit aandelenrendementen. De discontovoet is door de lagere rente gedaald tot onder de 1,5%. De houdbaarheidssommen verliezen iedere economische betekenis als de discontovoet kleiner wordt dan de structurele groeivoet van de economie, die 1,5% is. De overheidsfinanciën zijn nu volledig houdbaar.

Nederland moet zich serieus zorgen maken over de vraag of de economie 'dynamisch inefficiënt' is geworden. Dat is het geval als de discontovoet lager wordt dan de groeivoet. Nederland spaart dan te veel, consumeert te weinig en investeert te weinig. Dat blijkt ook uit het megaoverschot op de lopende rekening van ruim 10% van het bruto binnenlands product (bbp), en de zeer magere loon- en inkomensontwikkeling van de afgelopen jaren.

In een dynamisch inefficiënte economie zorgen hogere consumptie, lagere besparingen en hogere investeringen, zowel privaat als publiek, voor een

hogere maatschappelijke welvaart voor huidige én toekomstige generaties. Calvinistische zuinigheid verlaagt dus de welvaart. Dit is geen keynesiaanse economie, maar neoklassieke economie, gebaseerd op werk van Nobelprijswinnaars Samuelson en Diamond.

Beleidsmakers kunnen de macro-economische gevolgen van de extreem lage rente niet meer negeren. De financiële markten schreeuwen al jaren: 'Overheid, investeer meer! We willen je daarvoor betalen!' Ambitieuze investerings- en hervormingsplannen ontbreken echter bij de overheid.

Terwijl het nú het uitgelezen moment is om de energietransitie te maken. Nú moet worden geïnvesteerd in de infrastructuur, denk aan de dijken. Nú is het moment om over de hele linie meer te investeren in onderwijs. Nú is de tijd om te investeren in onderzoek en ontwikkeling, ook gezien de belabberde productiviteitsgroei. Nú kunnen belangrijke hervormingen — zoals bij de pensioenen, de woningmarkt, het belastingstelsel en de arbeidsmarkt — worden gedaan. Een fundamentele belastinghervorming kan bovendien worden gecombineerd met belastingverlaging waardoor de besteedbare inkomens toenemen.

Bij de pensioenen is het wenselijk het deel via kapitaaldekking in de aanvullende pensioenen te verminderen en het deel via omslagfinanciering in de AOW te vergroten. Als de rente structureel extreem laag is, moeten mensen zich namelijk een ongeluk sparen om een behoorlijk pensioen op te bouwen.

De pensioenfondsen hebben daarnaast twee ongedekte rekeningen die kunnen oplopen tot honderden miljarden euro's: de overgangskosten bij de afschaffing van de doorsneepremie

en het ontbreken van geld om indexatiebeloften in te lossen. Door de aanvullende pensioenen te verlagen en de AOW te verhogen wordt een impliciete schuld bij de pensioenfondsen vervangen door een impliciete schuld bij de overheid.

HERZIENING REGELS

Nederland en Europa zouden bovendien de regels voor schuld en tekort moeten herzien. De begrotingsregels verliezen eveneens iedere economische betekenis als overheidsrentes negatief worden. Als de rente op de staatsschuld structureel 0% zou zijn, en de reële groeivoet van het bbp 1,5%, kan het begrotingstekort ruim 2% van het bbp bedragen, terwijl de staatsschuld toch onder de 60% blijft. Daarnaast is het goed denkbaar — bijvoorbeeld vanwege de vergrijzing — dat het optimale niveau van de staatsschuld hoger ligt, bijvoorbeeld 90% van het bbp. Dan kan het begrotingstekort meer dan 3% van het bbp zijn. De begrotingsregels schrijven echter voor dat Nederland een structureel begrotingstekort mag hebben van ten hoogste 0,5%. Daardoor zal de staatsschuld op lange termijn verdwijnen, met alle consequenties van dien voor banken, pensioenfondsen en verzekeraars, die dan geen risicovrije beleggingen meer hebben.

Den Haag moet eindelijk serieus gaan nadenken over macro-economische politiek. Doorgaan op de doodlopende weg van calvinistische zuinigheid maakt Nederland armer, nu en in de toekomst.

Lees voor de onderbouwing van de discontovoet en de begrotingstekorten het uitgebreide artikel van Bas Jacobs op esb.nu.

Nederland moet zich zorgen maken of de economie dynamisch inefficiënt is geworden