



Centraal Planbureau

Indicatie van
internationale
investeringsrisico's

*Handelsbalans
met de eurozone
aandachtspunt*



CPB Policy Brief | 2015/05

Oorzaken en
beleidsgevolgen
van het overschot
op de Nederlandse
lopende rekening

Hugo Rojas-Romagosa
Albert van der Horst

Samenvatting

Nederland heeft sinds de jaren zeventig een aanhoudend en relatief groot overschot op de lopende rekening. Dit overschot is de afgelopen jaren gegroeid tot het historisch hoge niveau van 8,5% bbp in 2013.

Het Nederlandse overschot op de lopende rekening kan grotendeels worden verklaard door structurele factoren, waarvan er twee opvallen: het relatief hoge spaarniveau en buitenlandse investeringsniveau bij multinationale ondernemingen en pensioenfondsen en de internationalisatie van de Nederlandse economie (inclusief lidmaatschap van de eurozone).

Het spaar- en investeringsgedrag van multinationale ondernemingen en pensioenfondsen wijst niet direct op marktfalen of falend beleid dat moet worden aangepakt via economisch beleid. Het overschot op de lopende rekening lijkt daarom op zichzelf geen probleem te zijn, maar het kan wel op onderliggende problemen duiden. Grotere particuliere spaartegoeden zijn bijvoorbeeld gerelateerd aan pensioenfondsen en imperfecties op de huizenmarkt, kwesties die op zichzelf wellicht een beleidsreactie rechtvaardigen.

Het grootste punt van zorg voor de Nederlandse overheid zijn de waarderingsrisico's met betrekking tot een omvangrijke bruto en netto internationale investeringspositie (NIIP). De opgebouwde buitenlandse activa zijn gevoelig voor waardeverliezen als gevolg van schommelingen op de internationale financiële markten en wisselkoersrisico's. Deze factoren hebben in het verleden significante verliezen veroorzaakt – een fenomeen dat het 'zwarte gat' wordt genoemd.

Het grote Nederlandse overschot kan rechtstreeks in verband worden gebracht met divergerende handelspatronen binnen de eurozone sinds de jaren 2000. De toenemende bilaterale handelsbalansonevenwichtigheden – veroorzaakt door de dynamiek van een vaste nominale wisselkoers, het gezamenlijk monetair beleid via de ECB en het ontbreken van effectieve aanpassingsmechanismen – vormen een belangrijk economische punt van zorg, vanuit Europees oogpunt. Deze kwestie kan echter door de Nederlandse overheid alleen worden aangepakt in samenwerking met andere Europese lidstaten.

1 Introductie

Alhoewel lopenderekeningtekorten meestal worden beschouwd als een duidelijk teken van binnenlandse macro-economische problemen, kan een relatief groot en aanhoudend *overschot* ook een waarschuwing zijn voor het beleid. Dit is aan de orde wanneer de onderliggende factoren van het overschot wijzen op marktfalen of op tekortschietend beleid, of wanneer het overschot duidt op macro-economische en financiële risico's.¹

De aanhoudende en omvangrijke Nederlandse lopende rekening kan grotendeels worden verklaard door langetermijnfactoren van structurele aard in combinatie met relatief hoge spaarniveaus van pensioenfondsen en multinationale ondernemingen – gelden die in toenemende mate worden geïnvesteerd in het buitenland. Deze factoren wijzen niet op marktfalen of op duidelijk tekortschietend beleid dat moet worden aangepakt. Desalniettemin wijst het Nederlandse overschot wel op twee aandachtspunten voor het beleid.

Ten eerste zorgen de verzamelde overschotten op de lopende rekening (LR) binnen een hoge netto internationale investeringspositie ervoor dat de Nederlandse economie gevoelig is voor waarderingsschokken, zoals ook in het verleden. De grote hoeveelheid buitenlandse activa zorgt ervoor dat de Nederlandse economie gevoelig is voor internationale investeringsrisico's – d.w.z. internationale marktschommelingen en wisselkoersfluctuaties – die tot significante waardeverliezen kunnen leiden. Zoals de Nederlandse ervaring met het 'zwarte gat' laat zien (zie tekstkader hieronder), kunnen deze risico's omvangrijk zijn: in de periode van 1993 tot 2002 lagen de gemiddelde jaarlijkse waardeverliezen rond de 5% bbp. Alhoewel deze waardeveranderingen in theorie de bruto internationale activa en verplichtingen op dezelfde manier zouden moeten beïnvloeden, laten de historische data een duidelijk bias zien. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk hadden aanhoudende LR-tekorten en positieve waardeveranderingen, terwijl landen met aanhoudende LR-overschotten – Duitsland, Japan, Rusland en China – negatieve waardeveranderingen lieten zien.² Nederland hoort duidelijk bij de tweede groep. De pure omvang van deze waardeverliezen duiden op potentieel hoge negatieve effecten op het totale vermogen en welvaartsniveau.³

In de tweede plaats is het overschot op de lopende rekening binnen de eurozone – in combinatie met de tekorten in andere landen – een belangrijk element van de macro-economische onevenwichtigheden binnen de eurozone. Omdat de eurozone voor Nederland de belangrijkste handelspartner en een belangrijke bron van groei is, is deze kwestie van groot politiek en economisch belang voor de Nederlandse overheid. De divergerende handels- en investeringspatronen werden eerst, tot aan 2007, veroorzaakt door grote stromen van privaat kapitaal en later door het ontbreken van effectieve

¹ Blanchard en Milesi-Ferretti, 2011; Obstfeld, 2011, 2012.

² Gourinchas en Rey, 2014.

³ Vandevyvere, 2012.

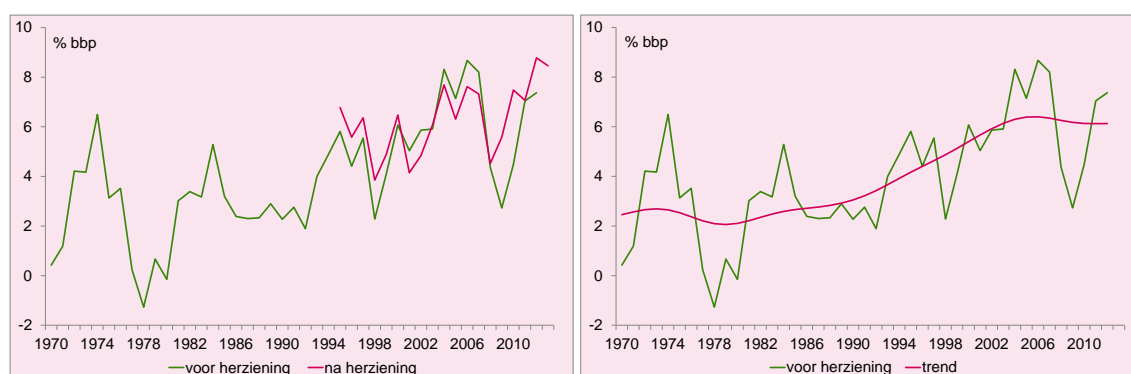
aanpassingsmechanismen binnen de eurozone om te kunnen omgaan met de asymmetrische schokken van de financiële crisis van 2008.⁴

Er is beperkte politieke ruimte voor het op korte termijn aanpassen van deze onevenwichtigheden van de lopende rekeningen binnen de eurozone, gegeven de vaste nominale wisselkoers, het gezamenlijk monetair beleid via de ECB en het ontbreken van effectieve aanpassingsmechanismen. Deze supranationale kwesties kunnen niet efficiënt aangepakt worden door individuele nationale overheden, maar vragen om een gezamenlijk aanpak binnen het eurogebied.⁵ Het aanpakken van deze internationale onevenwichtigheden vereist een aparte en uitgebreide analyse van de geschiedenis van de eurozone, de omstandigheden en recente ontwikkelingen, hetgeen buiten deze policy brief valt. Hier zal nog een aparte studie aan worden gewijd.

2 Verklaring van het aanhoudende Nederlandse overschot: spaartegoeden en investeringen⁶

Nederland heeft sinds de jaren tachtig een geleidelijk toenemend overschot op de lopende rekening. Dit overschot is gegroeid van rond 3% bbp in de jaren tachtig naar gemiddeld 6% in het eerste decennium van deze eeuw (zie figuur 1). Deze figuur toont ook een trendlijn (gebaseerd op de reeks van voor de 2008-revisie van het 'System of National Accounts (SNA)' van de Verenigde Naties) die wijst op het aanhouden van het LR-overschot.

Figuur 1 Het Nederlandse saldo van de lopende rekening is positief en neemt toe



Omschrijving: Saldo van de lopende rekening, voor en na herziening (links) en inclusief een trendlijn (rechts). Deze figuur is inclusief het LR-saldo van het CBS, zowel voor als na herziening. De nieuwe herzieningen zijn na de implementatie van de nieuwe nationalerekeningenmethodiek (SNA-2008). Alhoewel de nieuwe reeks op een paar punten is gewijzigd, zijn het totale patroon en niveau kwalitatief gelijk gebleven. Dit geldt ook voor de lopenderekeningensreeks van DNB (zie Jansen en Rojas-Romagosa, 2015). Voor de rest van dit document gebruiken we de oude historische tijdreeks voor de analyse.
Bron: CBS en eigen trendschattingen met gebruik van een HP-filter.

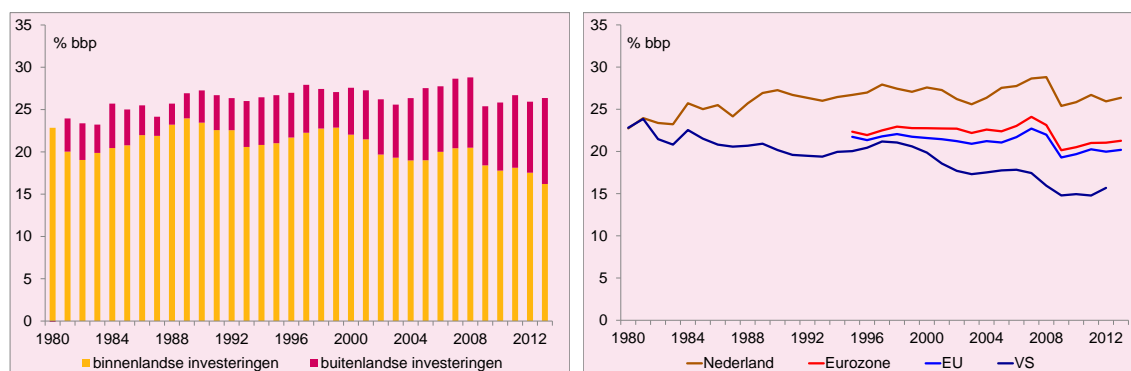
⁴ Deze elementen wijzen indirect op een relatief lage Nederlandse reële effectieve wisselkoers, zowel vergeleken met andere Europese lidstaten als mogelijk ook met die van andere landen. Voor landen met bilaterale flexibele wisselkoersen verwachten we niet dat zulke grote onevenwichtigheden voor langere perioden aanhouden zonder dat er een wisselkoerscorrectie plaatsvindt.

⁵ Het doel van het huidige instrument, de *Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP)* is "to prevent and correct macroeconomic imbalances" (as per Regulation 1176/2011). Het doel is om onevenwichtigheden te corrigeren via analyse, aanbevelingen en monitoring. In geval van *excessive imbalances* kunnen corrigerende mechanismen worden geactiveerd, die lidstaten tot hervormingen moeten bewegen. Echter, de introductie van MIP heeft tot nu toe niet geleid tot convergentie in LR-overschotten en tekorten.

⁶ Jansen en Rojas-Romagosa (2015) geven achtergrondinformatie bij hoofdstuk 2 en 3.

Dit LR-overschot is het resultaat van een hoog en stabiel binnenlands spaarniveau en een geleidelijk afnemend binnenlands investeringsniveau. In een vereenvoudigde vorm is het LR-saldo gelijk aan het aandeel van binnenlandse spaartegoeden dat is geïnvesteerd in buitenlandse internationale activa.⁷ Het totale spaarniveau en het besluit van zowel de overheid als van particulieren om in eigen land dan wel in het buitenland te investeren, bepalen zo samen het LR-saldo. Figuur 2 toont het totale Nederlandse spaarniveau en de verdeling van de spaargelden over binnenlandse en buitenlandse investeringen. Het totale spaarniveau is relatief hoog en constant geweest en valt op in internationale vergelijkingen. Het Nederlandse spaarniveau is ongeveer 5%-punten hoger dan elders in de eurozone en de Europese Unie, terwijl het verschil met de Verenigde Staten is opgelopen tot ongeveer 10%-punten in 2012. Relatief hoge spaarniveaus vormen een structureel onderdeel van de Nederlandse economie en geven een combinatie weer van de spaarvoorkeuren van particuliere partijen, het verplichte sparen in pensioenfondsen, demografische factoren en de verbetering van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën.⁸ Verder zijn deze gelden afkomstig van op export gerichte multinationale ondernemingen met sterke buitenlandse investeringsposities.

Figuur 2 Totale Nederlandse spaartegoeden zijn stabiel maar hoog, naar internationale maatstaven



Omschrijving: Nederlandse spaartegoeden zijn het totaal van buitenlandse en binnenlandse investeringen (links) en het totaal aan spaartegoeden in verschillende regio's (rechts).

Bron: Eigen berekeningen met gebruik van OESO-statistieken.

De verdeling van spaartegoeden over binnenlandse en buitenlandse investeringen heeft een geleidelijke verandering ondergaan, met een toenemend aandeel aan buitenlandse investeringen en daarom een toenemend LR-overschot. De ratio tussen buitenlandse en totale investeringen is hoog in Nederland vergeleken met het buitenland. Dit grote aandeel investeringen in het buitenland weerspiegelt een lange traditie van internationale integratie in financiële markten en internationale handelsnetwerken. Aan de andere kant laten binnenlandse investeringen de afgelopen jaren een gestage afname zien die deels een afname van de prijs van investeringsgoederen weergeeft en in combinatie met het relatief hogere verwachte rendement op buitenlandse activa.

⁷ Technisch gezien, is het LR-saldo gelijk aan de binnenlandse spaartegoeden min de binnenlandse investeringen plus het netto primaire en secundaire inkomen. Dit laatste component van het netto inkomen is over het geheel genomen redelijk klein (zie Jansen en Rojas-Romagosa, 2015).

⁸ Van Ewijk *e.a.*, 2013 en Smid *e.a.*, 2014.

Deze afname van het aandeel binnenlandse investeringen lijkt misschien zorgwekkend. Jansen en Ligthart (2014) laten echter zien dat deze afname in volumetermen veel kleiner is (vooral door sterk afnemende ICT-prijzen).⁹ Bovendien is er ondanks de afname van binnenlandse investeringen sprake van aanhoudende productiviteitsgroei. De afname van binnenlandse investeringen heeft tot nu toe nog niet geleid tot duidelijk negatieve ontwikkelingen voor relatieve kapitaalvoorraden, innovatie en concurrentievermogen.

3 Nederlandse multinationale ondernemingen en pensioenfondsen

Twee speciale kenmerken van de Nederlandse economie – het relatief hoge aantal multinationale ondernemingen en de omvang van het pensioenfondssysteem – dragen significant bij aan het grote en aanhoudende overschot op de lopende rekening. Deze kenmerken worden meestal niet meegenomen in internationale empirische onderzoeken naar LR-onevenwichtigheden en deze onderzoeken kunnen daarom de oorzaak van het Nederlandse LR-overschot niet geheel verklaren.

Het merendeel van dit overschot wordt toegeschreven aan de sterk gestegen buitenlandse investeringen van niet-financiële instellingen gedurende de jaren 2000.¹⁰ Dit kan worden opgemaakt uit de uitsplitsing van het LR-overschot in de spaar- en investeringsbeslissingen van verschillende actoren in de economie (zie figuur 3, links). Multinationale ondernemingen (MNO's) staan erom bekend dat zij – met afstand – het meeste bijdragen aan de export (met ten minste 75% van de totale Nederlandse export)¹¹ en dat zij zo het grootste aandeel in de netto export van het LR-saldo vertegenwoordigen. Daar komt nog bij dat MNO's de bron zijn voor directe buitenlandse investeringen (DBI's) en ook betrokken zijn bij andere vormen van buitenlandse investeringen. Nederland heeft een relatief groot aantal MNO's, bestaande uit zowel Nederlandse bedrijven als buitenlandse ondernemingen met hun hoofdkantoor in Nederland, hetgeen leidt tot een hoge ratio tussen netto DBI's en het bruto binnenlands product (bbp).

De figuur laat ook zien dat de netto particuliere spaartegoeden zijn afgenomen sinds de jaren negentig, alhoewel deze afname in figuur 3 (links) waarschijnlijk is overschat. Na statistische correctie voor onbetaalde dividenden, wijzigen de netto leningen van particulieren van bijna nul tot rond 4% bbp en nemen de netto leningen van niet-financiële instellingen af met rond de 2% bbp (zie figuur 3, rechts).¹² Tot slot had de overheid meestal een financieringstekort en was de bijdrage van financiële instellingen over het algemeen bescheiden.

⁹ De afname van binnenlandse investeringen is, blijktens de meest recente datarevisie van CBS (de SNA-2008), eveneens verminderd.

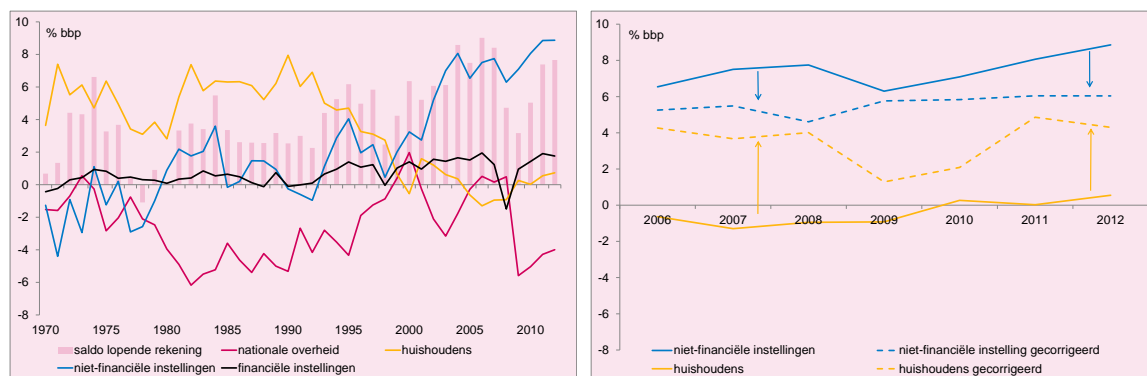
¹⁰ Zie Jansen en Ligthart (2014). Eggelte e.a. (2014) analyseren ook het belang van NFI's en MNO's en komen tot dezelfde conclusies over de belangrijke rol van MNO's in het verklaren van het Nederlandse overschot.

¹¹ Met gebruik van Nederlandse data op bedrijfsniveau, hebben Kox en Rojas-Romagosa (2010) dit percentage berekend, alhoewel het zelfs hoger zou kunnen zijn omdat sommige MNO's misschien niet in de database als zodanig zijn geïdentificeerd. Op internationaal niveau vertegenwoordigt de top deciel van grootste exporterende firma's (waarvan de meeste MNO's zijn) rond 80 tot 90% van de totale export (Helpman e.a., 2004; Bernard e.a., 2007; Mayer en Ottaviano, 2007).

¹² DNB (2013) corrigeert voor de niet aan MNO's en pensioenfondsen toegewezen ingehouden winsten, wat kleine wijzigingen oplevert op het totale LR-saldo, maar de samenstelling van het overschot niet wijzigt.

Een structurele factor met betrekking tot de vestigingslocatie van MNO's is het Nederlandse concurrerende internationale belastingstelsel voor bedrijven (Van 't Riet en Lejour, 2014). Het is echter niet zo dat multinationale ondernemingen zich in Nederland vestigen puur om fiscale redenen. De literatuur laat zien dat er uiteenlopende redenen ten grondslag liggen aan de locatiebeslissing van MNO's en dat het belastingstelsel er daarvan slechts één is. De belangrijkste vestigingsredenen voor MNO's zijn marktomvang, agglomeratie- en clustereffecten, bedrijfsklimaat, institutionele kwaliteit, sociaal-politieke stabiliteit en de samenstelling van de beroepsbevolking.¹³

Figuur 3 Niet-financiële instellingen en huishoudens (gecorrigeerd voor ingehouden winsten) zijn verantwoordelijk voor het grootste deel van het overschot op de lopende rekening



Omschrijving: Saldo van de lopende rekening volgens institutionele samenstelling (links), niet-financiële instellingen en huishoudens, gecorrigeerd voor ingehouden winsten (rechts).
Bron: Eigen berekeningen met gebruik van CBS-data (links) en DNB-data (rechts, data alleen beschikbaar over 2006-2012).

Alleen de zogenaamde brievenbusfirma's¹⁴ zijn speciaal gevestigd in Nederlands vanwege de belastingvoordelen, maar zij hebben slechts een heel kleine invloed op het LR-overschot. Deze bedrijven geven zelden winsten op in Nederland, aangezien de binnenkomende gelden meteen worden overgeheveld naar andere landen – dit is dan ook het hoofddoel van een brievenbusfirma. Omdat de binnenkomende en uitgaande geldstromen ongeveer even groot zijn, hebben zij nagenoeg geen effect op het LR-saldo. Volgens De Nederlandsche Bank (DNB) wordt de economische bijdrage van brievenbusfirma's aan het Nederlandse LR-overschot geschat op ongeveer 1,5 miljard euro; rond 0,2% van het bbp.¹⁵

Het tweede voor Nederland specifieke element dat mede het grote en aanhoudende overschot verklaart, is het belang van pensioenfondsen. Het grootste deel van de particuliere spaartegoeden bestaat uit collectieve spaargelden binnen pensioenfondsen (cf. Jansen en Rojas-Romagosa, 2015). In vergelijking met andere ontwikkelde landen heeft Nederland relatief grote pensioenfondsen die een belangrijk deel van hun activa in het buitenland investeren. De buitenlandse vermogensinvesteringen van Nederlandse ingezetenen in 2011 bedroegen ongeveer 75% van het bbp, terwijl dit 20% was in Duitsland en 30% in de Verenigde Staten (DNB, 2013). Op dit moment loopt het vermogen van de pensioenfondsen nog op, aangezien de ontvangen premiegelden en de rentabiliteit hoger zijn dan de uitgaande

¹³ Zie Markusen (2002), Braconier e.a. (2005), en Antràs en Yeaple (2014) voor een internationaal overzicht. Jagersma (1993) geeft informatie over Nederland.

¹⁴ De zgn. brievenbusfirma's zijn holdings van buitenlandse bedrijven waarvan de inkomsten en vermogenstransacties nauwelijks enige relatie hebben met hun productieve activiteiten binnen Nederland.

¹⁵ Lejour en Van 't Riet (2013), Eggelte e.a. (2014).

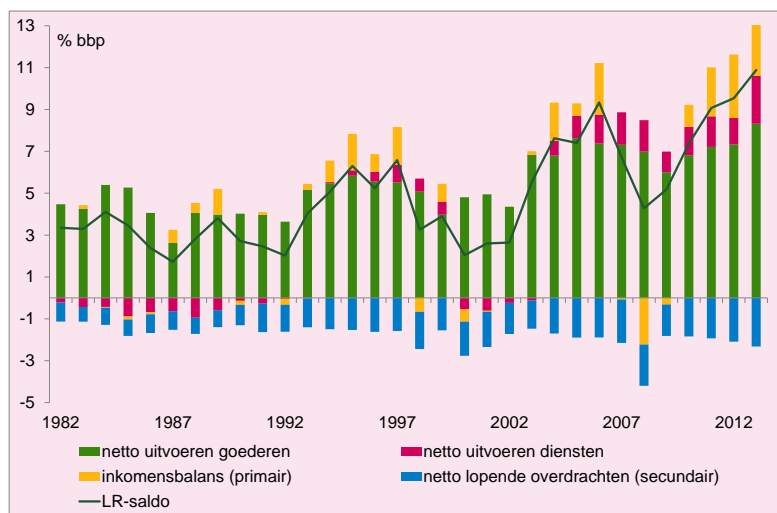
pensioenbetalingen. De verwachting is echter dat in de komende decennia het particuliere spaaroverschot, inclusief dat in pensioenfondsen, geleidelijk zal verminderen, gegeven de ouder wordende bevolking.¹⁶

De andere component van de bijdrage van pensioenfondsen aan het LR-overschot heeft betrekking op hun investeringsgedrag; slechts de helft van het pensioenvermogen wordt geïnvesteerd in Nederland (CBS, 2014). De investeringsportefeuille van pensioenfondsen is erop gericht het rendement op pensioenvermogen te optimaliseren, niet om de investeringen binnen Nederland te vergroten. Alleen wanneer binnenlandse investeringen aantrekkelijker worden – dus hogere opbrengsten laten zien of lagere rendementsrisico's – kan het voor pensioenfondsen interessant genoeg worden om hun portefeuille te herzien.

4 Internationale handel en bilaterale balansen binnen de eurozone

De lopende rekening kan ook worden uitgesplitst volgens internationale handels- en inkomensrekeningen.¹⁷ Figuur 4 laat zien dat de handelsbalans (de netto export van goederen en diensten) de belangrijkste verklarende factor is voor het Nederlandse overschot. Het primaire inkomen (rente en winst op buitenlands vermogen) en het secundaire inkomen (hoofdzakelijk overheidsverschuivingen naar het buitenland) vallen ongeveer tegen elkaar weg.

Figuur 4 De handelsbalans is grotendeels verantwoordelijk voor het overschot op de lopende rekening



Omschrijving: Nederlandse handels- en netto inkomensperspectief van de lopende rekening.
Bron: DNB Nederlandse betalingsbalans statistieken.

¹⁶ Bovendien hebben verschillende beleidswijzigingen de spaargelden van pensioenfondsen doen afnemen, zoals de vermindering van de belastingvoordelen voor particuliere pensioenen (het Witteveenkader).

¹⁷ Technisch gezien is het spaaroverschot gelijk aan de handelsbalans (export min import). Daarom kan het saldo van de lopende rekening ook worden gedefinieerd als de handelsbalans plus het netto primaire en secundaire inkomen.

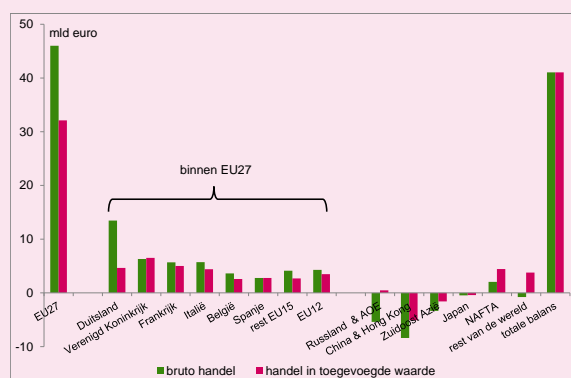
Lopende rekening en handel in toegevoegde waarde

Bruto handelsstatistieken worden traditioneel gesproken alleen gebruikt om de samenstelling van bilaterale handelsstromen te ontleden. De recente literatuur over handel in toegevoegde waarde toont echter dat de traditionele bruto handelsstatistiek een misleidend beeld kan geven van internationale handelsrelaties, vooral voor landen als Nederland die sterk geïntegreerd zijn in mondiale handelsketens (Johnson en Noguera, 2012; Koopman e.a., 2014; Lejour e.a., 2014). De internationalisatie van handelsketens in mondiale waardeketens heeft de relevantie van traditionele handelsstatistieken doen afnemen. Wanneer intermediaire goederen (halffabricaten) meer dan één keer over de grens gaan, ontstaat er een dubbeltellingsprobleem met traditionele bruto handelsstatistieken. De samenstelling van de toegevoegde waarde van de finale export laat dan niet de binnenlandse toegevoegde waarde zien.

De bilaterale balansen van de belangrijkste handelspartners laten zien dat het bruto handelsoverschot in grote mate geconcentreerd is bij de EU-partners (zie figuur). Dit is nog altijd zo voor de handel in toegevoegde waarde, zij het in mindere mate. Het bilaterale handelsoverschot met Duitsland is bijvoorbeeld met een derde afgenomen als we de balans schatten op basis van toegevoegde waarde in plaats van bruto handelsstromen. Dit is niet zo verrassend gezien de grote hoeveelheid halffabricaten (met relatief weinig Nederlandse toegevoegde waarde) die via de haven van Rotterdam richting Duitsland gaat.

Alhoewel een deel van de Nederlandse bilaterale handelsbalansen significante verschillen vertoont tussen bruto handel en toegevoegde waarde (zoals met Duitsland, China, NAFTA-landen, Rusland), vormen de bilaterale overschotten binnen de EU op het gebied van toegevoegde waarde nog altijd zo'n 70-80% van het totale handelsoverschot.^a

De totale Nederlandse handelsbalans kan hoofdzakelijk worden verklaard door bilaterale overschotten met andere EU partners



Omschrijving: Bilaterale Nederlandse handelsbalansen, per belangrijkste handelspartner, in 2007.

Bron: Eigen berekeningen met gebruik van de GTAP-database. AOE = andere Oost-Europese landen; NAFTA = Canada, Mexico en de Verenigde Staten.

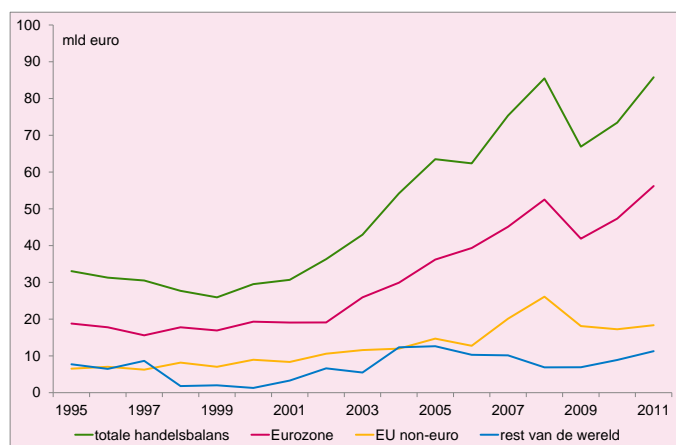
^a Rojas-Romagosa (2015) licht de technische definities toe en laat zien hoe de handel in toegevoegde waarde wordt geschat.

De toename van het Nederlandse handelsoverschot sinds het begin van de eeuwwisseling kan grotendeels worden verklaard door een corresponderende toename in de bilaterale overschotten binnen de eurozone (zie figuur 5). Deze sterke toename in het Nederlandse handelsoverschot binnen de eurozone in het afgelopen decennium viel samen met de invoering van de euro. Gegeven de interactie tussen meerdere factoren en het handelsoverschot is het lastig om een exact gewicht toe te kennen aan de invloed van de euro op het Nederlandse overschot, al is deze invloed wel significant te noemen. Vanuit empirisch perspectief oordelen Berger en Nitsch (2010) en Chen *et. al* (2012) dat de invoering van de euro de onevenwichtigheden van de lopende rekeningen binnen de eurozone heeft doen

toenemen, terwijl Barnes *e.a.* (2010) laten zien dat het lidmaatschap van de eurozone van invloed is geweest op het saldo van de lopende rekeningen.

Hieronder volgt een analyse van de handelsbalans op basis van de toegevoegde waarde van de handel, in plaats van op basis van de standaard bruto handelsstatistiek (zie tekstkader boven).

Figuur 5 De toename van de Nederlandse handelsbalans wordt beheerst door de handel binnen de eurozone



Omschrijving: Nederlandse handelsbalans in toegevoegde waarde, per geselecteerde regio.
Bron: Eigen berekeningen met gebruik van WIOD-data.

Het afwijkende patroon van de handel binnen de EU volgt de theoretische verwachtingen voor de monetaire unie. Het verminderen van de belemmeringen voor handel over de grens, het instellen van een gemeenschappelijk monetair beleid en een nominale vaste wisselkoers hebben geldstromen bevorderd en de handel doen toenemen. Dit was de algemene trend van vóór de financiële crisis van 2008. De verdere toename van de handelsbalans- onevenwichtigheden binnen de eurozone na afloop van deze crisis is het resultaat van een gebrek aan macro-economische aanpassingsmechanismen binnen de monetaire unie.¹⁸ In een institutionele setting met een nominale vaste wisselkoers, relatief lage arbeidsmobiliteit en een gebrek aan overdrachtsmechanismen kunnen alleen afwijkende inflatiecijfers binnen de eurozone (d.w.z. interne devaluatie) en/of structurele aanpassingen de macro-economische balansen herstellen. Beide aanpassingsmechanismen hebben echter langzaam effect gehad en zijn hoe dan ook alleen effectief op de middellange tot lange termijn. Op basis van deze analyse is het duidelijk dat het effect van de handelsbalansonevenwichtigheden van de eurozone sinds de jaren 2000 een van de belangrijkste factoren is geweest voor de recente toename van het overschot op de lopende rekening tot een gemiddelde waarde van ongeveer 6% bbp (zie figuur 1).

Tot slot kan het Nederlandse handelsoverschot binnen de eurozone worden gerelateerd aan de activiteiten van multinationale ondernemingen (MNO's). MNO's zijn verantwoordelijk voor het grootste deel van de export en dit concentreert zich in fysiek en cultureel gesloten

¹⁸ Merk op dat de EU-definitie van onevenwichtigheden – *trends giving rise to developments which adversely affect the functioning of the economy* – afwijkt van de economische betekenis die refereert aan het bestaan van overschotten en tekorten.

landen.¹⁹ In de Nederlandse situatie hebben MNO's een groter aandeel in de export naar andere EU-lidstaten.²⁰

5 Aanvullende bepalende factoren voor de lopende rekening²¹

Voor het verklaren van het relatief grote en aanhoudende Nederlandse overschot heeft deze analyse zich tot nu toe geconcentreerd op een aantal specifieke factoren die hierbij van belang zijn: de relatief hoge spaarniveaus met een toenemend aandeel in buitenlandse investeringen, relatief grote multinationale ondernemingen (MNO's) met zowel positieve netto export als directe investeringen in het buitenland, relatief grote pensioenfondsen die sterk investeren in het buitenland, en een handelsbalans gedreven door balansonevenwichtigheden binnen de eurozone.

Dit zijn echter niet de enige factoren. Verschillende andere factoren dragen ook bij aan de lopende rekening, alhoewel het lastig is om ieder van deze factoren een specifiek gewicht toe te kennen. Het LR-overschot kan worden verklaard door structurele factoren (zoals demografische trends, internationalisatie van de economie, de handelsinfrastructuur en de relatie met mondiale waardeketens en veranderingen in het internationale financiële klimaat), door de dynamiek van de eurozone (hoge bilaterale handelsoverschotten binnen de eurozone, internationale kapitaalstromen en gebrek aan effectieve aanpassingsmechanismen) en in mindere mate ook door cyclische factoren (economische cycli, de huizenmarkt en de budgettaire situatie).

Voor wat de aanvullende structurele bepalende factoren betreft laten Barnes *e.a.* (2010) zien dat demografische factoren het LR-overschot in Nederland doen toenemen, meer dan in andere OESO-landen. Vergeleken met deze landen is in Nederland het deel van de bevolking in de werkzame leeftijd relatief groot en het deel gepensioneerd klein. De werkzame bevolking spaart voor het pensioen, terwijl de gepensioneerd hun spaargelden aanspreken (al was het alleen maar via hun pensioenuitkeringen).

Een open handel heeft een positief effect op de omvang van het LR-saldo.²² Deze empirische bevinding kan een teken zijn dat landen die meer geïntegreerd zijn in internationale markten toegang hebben tot buitenlandse valuta, die op hun beurt weer gebruikt kunnen worden om investeringen mee te doen, zowel in het binnenland als in het buitenland. Dit geeft opnieuw aan hoe belangrijk multinationale ondernemingen zijn in het bijdragen aan het LR-overschot van Nederland.

¹⁹ Eaton *e.a.* (2011)

²⁰ Creusen en Lejour (2011) en Lejour (2013).

²¹ Ciocyte en Rojas-Romagosa (2015) verschaffen achtergrondinformatie voor dit deel van de tekst.

²² Zowel voor landen met een overschot als met een tekort (Barnes *e.a.*, 2010; Gruber en Kamin, 2005).

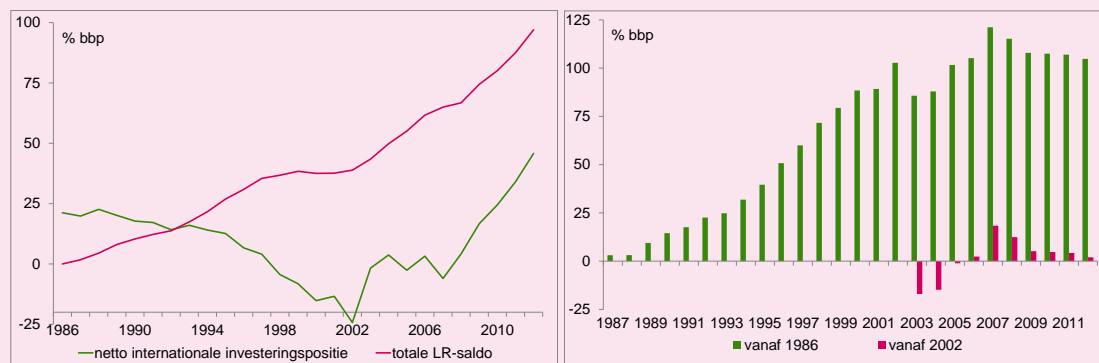
Het Nederlandse zwarte gat

De netto internationale investeringspositie (NIIP) is een voorraadgrootte die het netto effect van buitenlandse activa en passiva van een land weergeeft voor een bepaald jaar. Wijzigingen in de NIIP worden hoofdzakelijk gedreven door twee effecten: de jaarlijkse verandering in de buitenlandse en binnenlandse activa die rechtstreeks gerelateerd zijn aan het saldo van de lopende rekening (het zgn. compositie-effect) en de wijzigingen in de waardering van deze bruto externe activa en passiva, zoals door herwaarderingen van de activa.

Deze herwaardering staat onder invloed van internationale financiële markten, wisselkoersschommelingen en statistische meetkwesties. Zij bepalen een belangrijk en toenemend deel van de dynamiek in netto buitenlandse activa. Waardeverliezen vertonen een bias ten opzichte van landen met een LR-overschot en de toenames in waarde van NIIP zijn geconcentreerd in de internationale financiële centra zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (Gourinchas en Rey, 2014).

Sinds de jaren negentig zijn deze waarderingseffecten van substantiële omvang geweest voor Nederland, zelfs zo omvangrijk dat zij het "Nederlandse zwarte gat" worden genoemd (Boonstra, 2008, 2009; Mellens, 2009). Gedurende meer dan tien jaar was de herwaardering van de NIIP telkens negatief. Dit creëerde een "zwart gat" tussen de stroom aan buitenlandse activa horend bij het LR-overschot en de werkelijke NIIP. Deze opgelopen waardeverliezen kwamen in 2002 zelfs op 100% van het nominale bbp, waarna de wijzigingen in de waardering zijn gestabiliseerd (zie de figuur aan de rechterkant). Alhoewel een deel van deze verliezen kunnen worden toegeschreven aan statistische kwesties – verschillen tussen de boekwaarde en de marktwaarde van buitenlandse activa – zijn de wijzigingen in de waardering van de buitenlandse activa toch significant te noemen (Vandevyvere, 2012).

Het Nederlandse zwarte gat speelde in de jaren negentig, maar niet sinds 2000



Omschrijving: Nederlandse NIIP en totale LR-saldo (links) en totale waardeverliezen (rechts) (verschillende schalen).
Bron: Eigen berekening met gebruik van DNB-data.

Ook de haven van Rotterdam draagt bij aan het handelsoverschot, met een groot volume aan bruto handel door wederuitvoer (rond 40% van de totale Nederlandse handel) en de daaraan gerelateerde toegevoegde waarde aan diensten in verband met havenactiviteiten. De export van aardgas is een afnemende maar nog altijd belangrijke factor dat ongeveer 1%-punt bijdraagt aan het handelsoverschot.²³

De literatuur is niet eenduidig over het effect op de lopende rekening van verschillen in economische ontwikkeling. Kapitaalstromen gaan meestal van rijke naar arme landen, maar ook naar landen met een hoge productiviteit. Het IMF (2013) toont via empirisch onderzoek

²³ Zie Vandevyvere (2012).

aan dat de internationale verschillen in economische ontwikkeling geen verklaring bieden voor het aanhoudend LR-overschot van Nederland.

Een van de financiële hoofdfactoren die bijdragen aan het LR-overschot, is de omvang van netto buitenlandse activa. De rendementen op deze activa dragen bij aan het LR-overschot via de primaire inkomensrekening. In Nederland heeft het primaire inkomen, behalve in de afgelopen drie jaar, echter niet heel veel bijgedragen aan het LR-overschot.²⁴

Waarderingseffecten van de netto internationale investeringspositie (NIIP) zijn bovendien substantieel geweest sinds de jaren negentig. Dit fenomeen wordt het Nederlandse zwarte gat genoemd (zie tekstkader). Afhankelijk van de meetmethode bedroeg de NIIP in 2012 ongeveer 40-60% van het bbp, terwijl de cumulatieve LR-overschotten bijna 100% van het bbp vormden. Het tekstkader laat verder zien dat dit gat hoofdzakelijk zijn oorsprong heeft in de jaren negentig. Vanaf 2002 zijn de cumulatieve LR-overschotten bijna gelijk aan de toename in de netto internationale investeringspositie.²⁵

Naast deze structurele factoren, hangt de hoogte van het LR-saldo ook af van tijdelijke factoren. Deze zijn meestal gerelateerd aan de veranderingen in de lopende rekening die betrekking hebben op de economische cyclus en op hoe de particuliere consumptie en overheidsfinanciën zich aanpassen aan deze en andere cyclische schommelingen.²⁶ Empirische studies voor Nederland laten echter zien dat deze tijdelijke en cyclische factoren niet meer dan 2%-punt van het LR-overschot kunnen verklaren. Over het algemeen kunnen de empirische onderzoeken slechts een gedeelte van het Nederlandse overschot verklaren vanuit deze brede set van gemeenschappelijke, economisch bepalende factoren.²⁷ In deze onderzoeken vormt Nederland een uitschieter.

²⁴ Dit kan deels worden verklaard door negatieve waardeveranderingen (Barnes *e.a.*, 2010), maar het komt ook door het feit dat MNO's met hun hoofdkantoor in Nederland gedeeltelijk eigendom zijn van buitenlandse partijen. Dit vertaalt zich in een uitstroom van de winst (Jansen en Ligthart, 2014).

²⁵ De invoer van de euro heeft wellicht een rol gespeeld in deze ontwikkeling, omdat de investeringen binnen de eurozone niet langer onderhevig zijn aan wisselkoersrisico's.

²⁶ Van Es en Kranendonk (2014) en Gelauff *e.a.* (2014) analyseren met name het effect van negatieve huizenmarktontwikkelingen op de Nederlandse particuliere consumptie.

²⁷ Cf. Barnes *e.a.* (2010), Jaumotte en Sodsriwiboon (2010), IMF (2013, 2014a,b) en de Europese Commissie (2014a,b).

6 Implicaties voor het Nederlands economisch beleid

Het voorgaande hoofdstuk liet zien dat het overschot op de Nederlandse lopende rekening historisch gezien gedreven is door structurele factoren gerelateerd aan de besluiten van particuliere partijen en door duurzaam fiscaal beleid.²⁸ Het aanhoudend hoge spaarniveau van de Nederlandse economie heeft zijn oorsprong in de omvangrijke financiering van het pensioensysteem en in het spaaroverschot van niet-financiële instellingen. Het grote aandeel van in het buitenland geïnvesteerde spaartegoeden is een uiting van de internationalisering van de Nederlandse economie, met een relatief grote vertegenwoordiging van multinationale ondernemingen en een sterke integratie in mondiale markten door middel van internationale handel en financiering. Deze structurele factoren verklaren sinds de jaren zeventig een LR-overschot van rond de 3% bbp. Sinds 2000 hebben de handelsbalansonevenwichtigheden binnen de eurozone bijgedragen aan de toename van het overschot tot gemiddeld 6% bbp.

Vanuit een puur Nederlands perspectief wijzen deze structurele factoren niet rechtstreeks op marktfalen of falend beleid. Het overschot op de lopende rekening kan desalniettemin een teken zijn van onderliggende problemen die zijn gerelateerd aan totale spaartegoeden, loonvaststellingen, de oriëntatie van investeringen, fiscaal beleid en de economische cyclus.

Om te beginnen zou de overheid het algemeen hoge spaarniveau van de Nederlandse economie kunnen beperken. Het spaargedrag van huishoudens is vooral gerelateerd aan de kenmerken van de pensioenfondsen en het huizenmarktbeleid. Pensioenspaargelden en hypotheekschulden in Nederland worden relatief hoog geacht en zijn wellicht hoger dan optimaal.²⁹ Recente beleidsmaatregelen hebben de fiscale subsidiëring van de aanvullende pensioenen gereduceerd en er is debat over mogelijke hervorming van deze pensioenen.³⁰ Het herstellen van imperfecties op de huizenmarkt is op zichzelf gewenst beleid en zo lang het een effectieve stimulans is voor toekomstige particuliere consumptieniveaus, zal het een effect hebben op het overschot op de lopende rekening. In hoofdstuk 3 laten wij echter zien dat niet-financiële bedrijven verantwoordelijk zijn voor het grootste deel van het spaaroverschot in de afgelopen tien jaar. Aangezien deze instellingen concurrerend en efficiënt opereren is een rechtstreekse beleidsactie gericht op het verminderen van hun spaartegoeden of op hun directe buitenlandse investeringen moeilijk te rechtvaardigen. Een uitzondering zou kunnen zijn dat het spaaroverschot een indicatie is van belastingverstoring in relatie tot de ondernemingsbelasting in de Europese Unie. De aanwezigheid van de hoofdkantoren van een groot aantal MNO's in Nederland is echter een reeds lang bestaand kenmerk van de Nederlandse economie en meer gerelateerd aan de Nederlandse internationale oriëntatie en het gunstige investeringsklimaat dan dat het een gevolg is van een gunstig belastingstelsel. Daarom is het de verwachting dat het effect van wijzigingen in ondernemingsbelasting voor MNO-investeringen en -vestigingsbesluiten beperkt zal zijn. Dit soort wijzigingen zouden wel het vestigingsbesluit van de zogenaamde brievenbusfirma's

²⁸ Het IMF (2014b) en de Europese Commissie (2014a,b) komen tot vergelijkbare conclusies.

²⁹ Lukkezen en Elbourne (2015) en DNB (2015).

³⁰ Van Ewijk e.a. (2014) en SER (2015).

kunnen beïnvloeden, maar hun aandeel in het overschot op de lopende rekening is slechts gering.

In tweede instantie zou men kunnen zeggen dat het spaaroverschot van niet-financiële instellingen naar beneden kan worden bijgesteld door middel van loonstijgingen. Het is echter niet duidelijk of een beleidsinterventie uitvoerbaar dan wel wenselijk is; de overheid heeft een beperkte invloed op de lonen in de private sector en loonbeleid zou gemotiveerd moeten worden door een falende arbeidsmarkt in plaats van door een overschot op de lopende rekening. Het effect van hogere lonen op het LR-overschot is twijfelachtig, om een aantal redenen. Om te beginnen zouden hogere lonen kunnen resulteren in meer sparen in plaats van meer consumeren, waardoor het spaaroverschot zou worden verschoven van de niet-financiële instellingen naar de huishoudens, zonder het LR-overschot te reduceren. Bovendien zijn veel van de niet-financiële instellingen in hoge mate geïntegreerd in mondiale markten en kunnen hun activiteiten dus gemakkelijk verschuiven tussen dochterondernemingen. Hogere lonen zouden waarschijnlijk een beperkt effect kunnen hebben op de wereldwijde winstgevendheid van MNO's en dus op hun spaartegoeden, maar ze zouden ook hun investeringen in Nederland kunnen verminderen. Het zou ook nog zo kunnen zijn dat de lonen in Nederland lager zijn dan nodig, vanuit het perspectief van internationale concurrentie. In technische termen zou het LR-overschot een indicatie kunnen zijn van een te lage effectieve wisselkoers in Nederland. Een aanpassing van de relatieve internationale lonen kan echter niet effectief worden aangepakt op nationaal niveau, maar vereist internationale aanpassingen en beleidscoördinatie.³¹

In derde instantie zou de overheid het investeringsklimaat in Nederland kunnen stimuleren. Alhoewel dit waarschijnlijk bijdraagt aan economische groei, kan zo'n beleid niet overtuigend worden gemotiveerd vanuit het perspectief van de lopende rekening. Zo is de reële investeringsquote slechts licht gedaald, doordat de investeringsprijzen zijn gedaald ten opzichte van bbp-prijzen.³² Het investeringsaandeel in het bbp is bovendien niet alleen gedaald in Nederland, maar ook in veel andere Europese economieën. Tegelijkertijd lijkt deze relatieve investeringsvertraging geen negatief economisch effect te hebben; de productiviteit is gestegen, zonder een negatief effect op relatieve kapitaalaandelen, innovatie en concurrentie. De stimulering van private investeringen, zoals MNO's en pensioenfondsen, kan daarom niet worden gemotiveerd vanuit het perspectief dat een gebrek aan investeringen de productiviteit zal drukken. Overheidsinvesteringen zijn verder stabiel en positief gebleven gedurende een groot aantal jaren en kosten-batenanalyses voor Nederland laten niet veel winstgevendende investeringsprojecten van de overheid zien.

Op de vierde plaats zou de overheid ook direct invloed kunnen uitoefenen op het spaaroverschot door middel van fiscaal beleid. De grootste zorg over onevenwichtigheden betreft meestal de link tussen fiscale tekorten gefinancierd door buitenlandse schulden die resulteren in niet-duurzame LR-tekorten. Dit is echter niet het geval voor Nederland, waar het aanhoudende LR-overschot wordt gedreven door particuliere spaartegoeden en het investeringsgedrag van multinationale ondernemingen en pensioenfondsen. Evaluatie van

³¹ Deze internationale onevenwichtigheden zullen in een aparte studie worden geanalyseerd.

³² Jansen en Ligthart (2014); Jansen en Rojas-Romagosa (2015).

het schuldenniveau van de Nederlandse overheid laat zien dat dit houdbaar is op de middellange en lange termijn.

In de vijfde plaats zou contra-cyclisch fiscaal beleid tijdelijke schommelingen op de lopende rekening kunnen beperken, alhoewel cyclische elementen slechts van ondergeschikt belang zijn in de verklaring van het algehele overschot. Er zijn desalniettemin cyclische beleidskwesties die op zichzelf zouden kunnen worden aangepakt. Dit betreft bijvoorbeeld de tijdelijke factoren met betrekking tot beslissingen rond overheidsuitgaven, relatief langzame groei en hoge werkloosheid en de problemen rond te hoge particuliere schulden. Het stimuleren van het groeiperspectief van de Nederlandse economie – door anticyclisch fiscaal beleid en/of structurele hervormingen – kan ook particuliere binnenlandse investeringen stimuleren en op die manier het LR-overschot reduceren. Verder zou beleid gericht op de te hoge schulden ook invloed kunnen hebben op het Nederlandse LR-overschot, omdat dit een positief effect heeft op de binnenlandse particuliere consumptie. Uiteindelijk is het echter zo dat de implicaties voor het LR-saldo slechts neveneffecten zijn en niet de hoofdmotivatie moeten vormen voor deze tijdelijke beleidsveranderingen.

Concluderend kan worden gezegd dat de structurele factoren die het Nederlandse overschot op de lopende rekening verklaren, géén economische beleidsacties vereisen voor het uiteindelijk verminderen van het overschot. Dit laat onverlet dat een aantal van deze factoren, op andere gronden dan het LR-overschot, wel aangepakt zou kunnen worden.

Referenties

Antràs, P. en S.R. Yeaple, 2014, Multinational firms and the structure of international trade, in *Handbook of International Economics*, ed. by G. Gopinath, E. Helpman en K. Rogoff, Amsterdam: Elsevier, vol. 4, 55–130.

Barnes, S., J. Lawson, en A. Radziwill, 2010, Current account imbalances in the Euro area: A comparative perspective,” Economics Department Working Paper ECO/WKP(2010)82, OECD.

Berger, H. en V. Nitsch, 2010, The euro’s effect on trade imbalances, IMF Working Paper WP/10/226, International Monetary Fund.

Bernard, A.B., J.B. Jensen, S.J. Redding en P.K. Schott, 2007, Firms in international trade, *Journal of Economic Perspectives*, 21(3): 105-130.

Blanchard, O. en G.M. Milesi-Ferretti, 2012, (Why) should current account balances be reduced?, *IMF Economic Review*, 60(1): 139–150.

Boonstra, W., 2008, De betalingsbalans en de externe vermogenspositie: over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken, PhD Thesis, Vrije Universiteit (VU).

Boonstra, W., 2009, Ageing, national savings and the international investment position: What does the current account tell us? FADO presentation, 29 mei, Rabobank Nederland, Economics Department.

Braconier, H., P.J. Norbäck en D. Urban, 2005, Reconciling the evidence on the knowledge-capital model, *Review of International Economics*, 13(4): 770-786.

CBS, 2014, Beleggingen institutionele beleggers 1,8 biljoen euro, Centraal Bureau voor de Statistiek, Webarticle cbs.nl: 16-1-2014. [[link](#)]

Chen, R., G. M. Milesi-Ferretti en T. Tressel, 2012, External imbalances in the Euro Area, IMF Working Paper WP/12/236, International Monetary Fund.

Ciocyte, O. and H. Rojas-Romagosa, 2015, Literature survey on the theoretical explanations and empirical determinants of current account balances, CPB Achtergronddocument. [[link](#)]

Creusen, H. en A. Lejour, 2011, Uncertainty and the export decisions of Dutch firms, CPB Discussion Paper 183. [[link](#)]

DNB, 2013, Sensitivity of Dutch current account surplus to dividend payments, DNBulletin februari, De Nederlandsche Bank. [[link](#)]

DNB, 2015, De vermogensopbouw van huishoudens: is het beleid in balans?, DNB Occasional Paper 1. [[link](#)]

Eaton, J., S. Kortum en F. Kramarz, 2011, An anatomy of international trade: Evidence from French firms, *Econometrica*, 79(5), 1453-1498.

Eggelte, J., R. Hillebrand, T. Kooiman en G. Schotten, 2014, Getting to the bottom of the Dutch savings surplus, DNB Occasional Studies, Vol. 12-6.

Es, F. van en H. Kranendonk, 2014, Vermogensschokken en consumptie in Nederland, CPB Achtergronddocument. [[link](#)]

European Commission, 2014a, Drivers of current account balances, Directorate General Economic and Financial Affairs, European Commission.

European Commission, 2014b, IDR Macroeconomic imbalances Netherlands 2014, European Economy Occasional Papers 185. [[link](#)]

Ewijk, C. van, J. Lukkezen en H. Rojas-Romagosa, 2013, Early-warning indicators for debt sustainability, CPB Policy Brief 2013/08. [[link](#)]

Ewijk, C. van, M. Lever, J. Bonenkamp en R. Mehlkoph, 2014, Pensioen in Discussie, CPB Policy Brief 2014/06. [[link](#)]

Gelauff, G., D. Lanser, A. van der Horst en A. Elbourne, 2014, Roads to recovery, CPB Book 11. [\[link\]](#)

Gourinchas, P. en H. Rey, 2014. External adjustment, global imbalances and valuation effects, in *Handbook of International Economics*, ed. by G. Gopinath, E. Helpman en K. Rogoff, Amsterdam: Elsevier, vol. 4, 585–645.

Gruber, J. W. en S. B. Kamin, 2005, Explaining the global pattern of current account imbalances, International Finance Discussion Papers 2005-846, The Federal Reserve Board.

Helpman, E., M.J. Melitz en S.R. Yeaple, 2004, Export versus FDI with heterogenous firms, *American Economic Review*, 39(2): 343-369.

IMF, 2013, External Balance Assessment (EBA) methodology: Technical background, International Monetary Fund, Research Department.

IMF, 2014a, 2014 EBA: Individual country estimates, International Monetary Fund.

IMF, 2014b, 2014 Pilot external sector report - individual economy assessments, IMF Multilateral Policy Issues Report, International Monetary Fund.

Jagersma, P.K., 1993, Vestigingsmotieven van buitenlandse multinationals, *ESB*, 25 augustus.

Jansen, C. en M. Ligthart, 2014, Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen, CPB Achtergronddocument. [\[link\]](#)

Jansen, C. en H. Rojas-Romagosa, 2015, Facts and figures on the Dutch current account surplus, CPB Achtergronddocument. [\[link\]](#)

Jaumotte, F. en P. Sodsriwiboon, 2010, Current account imbalances in the Southern Euro Area, IMF Working Paper WP/10/139, International Monetary Fund.

Johnson, R. C. en G. Noguera, 2012, Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added, *Journal of International Economics*, 86(2): 224–236.

Koopman, R., Z. Wang en S.-J. Wei, 2014, Tracing value added and double counting in gross exports, *American Economic Review*, 104(2): 459–494.

Kox, H. en H. Rojas-Romagosa, Exports and productivity selection effects for Dutch firms, *De Economist*, 158(3): 295-322.

Lejour, A., 2013, The duration of Dutch export relations: Decomposing firm, country and product characteristics, CPB Discussion Paper 258. [\[link\]](#)

- Lejour, A. en M. van 't Riet, 2013, Bilaterale belasting verdragen en buitenlandse investeringen, CPB Policy brief 2013/07. [[link](#)]
- Lejour, A., H. Rojas-Romagosa en P. Veenendaal, 2014, Identifying hubs and spokes in global supply chains using redirected trade in value added, ECB Working Paper Series 1670, European Central Bank. [[link](#)]
- Lukkezen, J. en A. Elbourne, 2015, De Nederlandse consumptie: Goede tijden, slechte tijden, CPB Policy Brief 2015/03. [[link](#)]
- Markusen, J., 2002, *Multinational firms and the theory of international trade*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Mayer, T. en G.I. Ottaviano, 2007, The happy few: Internationalisation of European firms, vol. III of Bruegel Blueprint Series, UK: Bruegel.
- Mellens, M., 2009, Het zwarte gat: reëel probleem of fata morgana?, CPB Document 184. [[link](#)]
- Obstfeld, M., 2011, Financial flows, financial crises en global imbalances, CEPR Discussion Paper 8611.
- Obstfeld, M., 2012, Does the current account still matter? NBER Working Paper 17877.
- Riet, M. van 't, en A. Lejour, 2014, Ranking the Stars: A network analysis of bilateral tax treaties, CPB Discussion Paper 290. [[link](#)]
- Rojas-Romagosa, H., 2015, Bilateral trade balances for the Netherlands and eight selected countries: Comparing gross and value added trade statistics and data sources, CPB Achtergronddocument. [[link](#)]
- SER, 2015, Advies toekomstig pensioenstelsel. [[link](#)]
- Smid, B., H. ter Rele, S. Boeters, N. Draper, A. Nibbelink en B. Wouterse, 2014, *Minder zorg om vergrijzing*, CPB Boek 12. [[link](#)]
- Vandevyvere, W., 2012, The Dutch current account balance and net international investment position, European Economy, Economic Papers 465, European Commission.



Dit is een uitgave van:

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

Mei 2015 | ISBN 978-90-5833-685-9