

### Verdwijnen Nederlandse besparingen in een zwart gat?

Als exportland bij uitstek heeft Nederland jaarlijks een overschot op de lopende rekening en een nationaal spaaroverschot. Deze besparingen worden in het buitenland belegd. Een substantieel deel van de besparingen wordt veroorzaakt door de opbouw van pensioenen. In 2006 hadden pensioenfondsen voor ongeveer 538 mld euro belegd in het buitenland. Dit is bijna 25% van het Nederlandse bezit in het buitenland.

Het netto vermogen, dit zijn de bezittingen van Nederland in het buitenland minus de schulden van Nederland aan het buitenland, blijkt echter veel minder positief dan op grond van de jaarlijkse besparingen zou mogen worden verwacht. Dit fenomeen werd door Arnold Kusters in de jaren negentig het 'zwarte gat van Nederland' genoemd.<sup>a</sup> Recent heeft Wim Boonstra het onderwerp opnieuw onder de aandacht gebracht. De oorzaak van dit zogenoemde zwarte gat is inmiddels voor een groot deel duidelijk.<sup>b</sup> De waarde van het netto vermogen wordt niet alleen bepaald door financiële transacties, maar ook door waardefluctuaties van de vermogenstitels. Deze herwaarderingseffecten staan los van de ontwikkelingen op de betalingsbalans. Een ogenschijnlijk zwart gat ontstaat als herwaarderingseffecten voor een land per saldo negatief zijn.

Herwaarderingseffecten worden veroorzaakt door een groot aantal factoren. De Nederlandsche Bank<sup>c</sup> onderscheidt wisselkoersfluctuaties, veranderingen in de prijzen van vermogenstitels en overige invloeden. Prijseffecten komen door koersontwikkelingen van aandelen en obligaties. Onder de overige invloeden vallen onder andere de afboekingen door bedrijven op betaalde goodwill. Bij de wisselkoerseffecten is vooral de waarde van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro van belang, omdat Nederlandse huishoudens, bedrijven, financiële instellingen en de overheid veel hebben belegd in Amerikaanse bezittingen. In 2005 en 2006 kon gemiddeld 35% van de herwaarderingseffecten in de activa van Nederland worden toegeschreven aan prijsfluctuaties, 45% aan wisselkoersontwikkelingen en 20% aan overige invloeden.

Hebben dit soort herwaarderingseffecten gevolgen voor de Nederlandse economie? Vermoedelijk zijn deze gevolgen beperkt van omvang. Vermogenswinsten kunnen worden gebruikt om op een gegeven moment de import te financieren. Door de vermogensverliezen is hier minder geld voor. Dit verlies wordt pas reëel zodra de vermogenstitels worden verkocht. Bovendien kunnen prijzen en wisselkoersen sterk fluctueren, waardoor grote vermogensverliezen in een jaar kunnen omslaan in vermogenswinsten in het jaar erop. In die zin zijn korte-termijnfluctuaties minder relevant. Alleen als bijvoorbeeld de dollar structureel minder waard zou worden, heeft dit een reëel effect op het buitenlands vermogen en daarmee op de toekomstige invoer. Verder is een gedeelte van de Nederlandse schulden aan het buitenland genoteerd in dollars. Dergelijke schulden verminderen eveneens als de dollar daalt. Ten slotte speelt een rol dat beleggers zich indekken tegen veranderingen van bijvoorbeeld wisselkoersen.

Door al deze dempende invloeden hebben herwaarderingseffecten een minder groot effect op de Nederlandse economie dan op grond van de grote bedragen zou worden verwacht. Wel is het zo dat herwaarderingseffecten vandaag de dag net zo groot kunnen zijn als het jaarlijkse spaaroverschot. Daardoor zegt het saldo op de betalingsbalans steeds minder over de ontwikkeling van het Nederlandse vermogen in het buitenland. De besparingen verdwijnen niet zozeer in een zwart gat, maar de ontwikkeling wordt verhuld door een gordijn van herwaarderingseffecten.

<sup>a</sup> A. Kusters, Het zwarte gat van Nederland, CPB Onderzoeksmemorandum 137, 1997.

<sup>b</sup> W. Boonstra, *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie: Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*, VU uitgeverij, Amsterdam, 2008.

<sup>c</sup> DNB, Statistisch Bulletin, Tabel 5.11, Reconciliatie van betalingsbalans en extern vermogen, 2008.