

CPB Document

No 184

Mei 2009

Het zwarte gat: reëel probleem of fata morgana

Martin Mellens en Herman Noordman

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

Telefoon (070) 338 33 80
Telefax (070) 338 33 50
Internet www.cpb.nl

ISBN: 978-90-5833-406-0

Korte samenvatting

Sinds jaar en dag heeft Nederland een overschot op de lopende rekening. In theorie zou dit moeten leiden tot een omvangrijke versterking van de netto externe vermogenspositie van ons land. Dit blijkt echter niet uit de cijfers. Nederlandse besparingen lijken te verdwijnen in wat door Arnold Kusters in de jaren negentig ‘het zwarte gat’ werd genoemd. Het gaat om grote bedragen. Tussen 1990 en 2009 is de groei van het netto vermogen ongeveer 200 mld euro kleiner dan op grond van de Nederlandse besparingen zou worden verwacht. Dit document geeft een overzicht van recent onderzoek over dit onderwerp dat vooral door Wim Boonstra is verricht. Ingegaan wordt op de oorzaken en de mogelijke economische consequenties van het ‘zwarte gat’. Voor een belangrijk deel wordt de externe vermogenspositie bepaald door de prijzen van de activa en passiva, die sterk kunnen fluctueren. De effecten van deze fluctuaties op de reële economie zijn moeilijk te kwantificeren. Daarom lijkt de bruikbaarheid van het concept voor de economische beleidsanalyse voorlopig beperkt.

Steekwoorden: Betalingsbalansoverschot, extern vermogen, wisselkoers- en prijsfluctuaties

Abstract

The Dutch balance of payments has shown a surplus for many years now. Theoretically, this should have led to substantial positive net external wealth. Statistics tell a different story though. Dutch savings seem to disappear in what was labelled the ‘black hole’ by Arnold Kusters in the nineties. Large sums of money are involved. The increase in net external wealth between 1990 and 2009 is 200 billion euro lower than you would have expected by looking at accumulated Dutch savings. This document presents the results of recent research, particularly that of Wim Boonstra. The causes and economic consequences of the black hole are discussed. Prices of assets and liabilities are important determinants of ‘the black hole’. They may show large variation over time and their impact on the real economy is hard to quantify. For these reasons, the usefulness of the concept for economic policy analysis seems to be limited so far.

Key words: Balance of payments surplus, external wealth, exchange rate and price fluctuations

A comprehensive summary is available from www.cpb.nl.

Inhoud

Korte samenvatting	3
Abstract	3
Inhoud	5
Ten geleide	7
Samenvatting	9
1 Inleiding	13
2 Definities: zwarte gaten en zwarte materie	17
3 Het zwarte gat en de Nationale rekeningen	19
4 Determinanten van het zwarte gat	21
5 Het Nederlandse externe vermogen: beschrijvende statistieken	29
5.1 Ontwikkeling netto vermogenspositie	29
5.2 Posten van de betalingsbalans	33
5.2.1 Directe investeringen	33
5.2.2 Aandelen	34
5.2.3 Obligaties	35
5.2.4 Geldmarktpapier	35
5.2.5 Financiële derivaten	36
5.2.6 Overig kapitaal	37
5.3 Belang determinanten zwarte gat voor Nederland	39
5.4 Inkomsten uit vermogens	42
5.5 Conclusies beschrijvende analyses	47
6 Consequenties	49
6.1 Algemene overwegingen	49
6.2 Concrete vragen	50
6.3 Beleidsrelevantie van het zwarte gat	53
6.4 Informatiebehoefte	55

7	Conclusies	57
	Literatuur	59
	BIJLAGE A: De externe vermogensstatistiek en de Nationale rekeningen	63
	BIJLAGE B: Bijzondere Financiële Instellingen	65

Ten geleide

Nederland belegt jaarlijks vele miljarden meer in het buitenland dan het buitenland in Nederland. Toch heeft dit niet geleid tot een navenante verbetering van de netto externe vermogenspositie van Nederland. Het lijkt alsof geld verdampt in het buitenland. De discussie over dit verschijnsel, dat voor het eerst werd opgemerkt door Arnold Kusters in de jaren negentig, is recent nieuw leven ingeblazen door een groot aantal artikelen van Wim Boonstra. Ook internationaal staat de externe vermogenspositie van landen in het middelpunt van de belangstelling.

Dit onderzoeksdocument is mede gebaseerd op de publicaties van Wim Boonstra en geeft een overzicht van de meest recente inzichten op dit gebied. Ingegaan wordt op de factoren die de vermogenspositie van een land bepalen en op de economische consequenties ervan. De kernvraag hierbij is hoe belangrijk de externe vermogenspositie is voor een land en of het een bruikbare variabele is bij de economische beleidsanalyse.

De vermogenspositie van een land wordt voor een belangrijk deel bepaald door wisselkoers- en beurskoersfluctuaties. Dergelijke herwaarderingseffecten spelen door de toenemende vermogens in het buitenland een steeds grotere rol. Tegenhanger daarvan is dat het saldo op de betalingsbalans steeds minder zegt over de ontwikkeling van de vermogenspositie van een land. Het is echter lastig een betere indicator te vinden voor de externe vermogensontwikkeling, omdat die de vermogenseffecten zou moeten bevatten die naar hun aard sterk fluctueren. Een ander punt is dat de vermogenspositie van een land beïnvloedt wordt door statistische factoren en de boekhoudsystemen die in een land worden gebruikt. Meer onderzoek is nodig om de statistische aspecten beter in kaart te brengen.

De kredietcrisis in 2008 heeft geleid tot aanzienlijke dalingen van de aandelenkoersen en kan grote gevolgen hebben voor de externe vermogenspositie van landen. Er zijn voorlopige cijfers over de externe vermogenspositie beschikbaar, maar deze zijn economisch moeilijk te interpreteren. Kwantificering van het effect van de kredietcrisis is op zijn vroegst pas aan het einde van dit jaar mogelijk. Voor de analyses en de conclusies van dit onderzoek heeft dit weinig gevolgen. De financiële onrust zal daarom slechts terloops worden genoemd. In dit onderzoek wordt geconcludeerd dat meer onderzoek nodig is om de statistische aspecten beter in kaart te brengen. Door de ontwikkelingen in 2008 zijn dergelijke studies naar de relatie tussen vermogenseffecten en de reële economie alleen maar urgenter geworden.

Bij de totstandkoming van de document is dankbaar gebruik gemaakt van de kennis van Wim Boonstra van de Rabobank, Erik Bieleveldt, Martinde Bonde en Pim Claassen van De Nederlandsche Bank en verscheidene medewerkers van het Centraal Planbureau.

C.N. Teulings
Directeur

Samenvatting

Het overschot op de betalingsbalans, dat Nederland sinds jaar en dag heeft, leidt niet tot een navenante versterking van de netto vermogenspositie van Nederland. Nederlandse besparingen lijken te verdampen in het buitenland. Het gaat om grote bedragen. De groei van het netto vermogen tussen 1990 en 2009 is ongeveer 200 mld euro kleiner dan op grond van de besparingen zou worden verwacht. Dit fenomeen, dat voor het eerst werd geconstateerd door Arnold Kusters in de jaren negentig, is recentelijk door een groot aantal publicaties van Wim Boonstra weer in de belangstelling gekomen. Ook in de internationale wetenschappelijke literatuur staan vermogensposities in de belangstelling, onder andere als verklaring voor aanhoudende betalingsbalansonevenwichtigheden.

Dit onderzoek kan gezien worden als een reactie op de publicaties van Wim Boonstra. Er wordt onderzocht hoe de externe vermogenspositie zich heeft ontwikkeld, welke factoren hierop van invloed zijn en wat de economische betekenis ervan is. Verder wordt onderzocht of de externe vermogenspositie meer aandacht moet krijgen bij de economische beleidsanalyse.

Een zwart gat ontstaat of neemt toe als de toename van het vermogen in een bepaalde periode minder groot is dan op grond van de cumulatieve nationale besparingen (i.c. het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans) zou mogen worden verwacht.

Vier oorzaken van het zwarte gat worden in deze studie behandeld. Dit zijn wisselkoersfluctuaties, prijsfluctuaties, overige economische factoren en statistische oorzaken. Wisselkoersfluctuaties hebben een directe invloed op de vermogenspositie van een land. Als vermogenstitels in buitenlandse valuta worden aangehouden, dan verandert de waarde in euro als de wisselkoers fluctueert. Prijsfluctuaties spelen vooral een rol bij aandelen en obligaties en reflecteren veranderingen van de koersen. Een andere belangrijke economische verklaring van het zwarte gat is de afboeking op betaalde goodwill. Als een bedrijf wordt overgenomen, dan wordt niet alleen betaald voor de vaste activa, maar ook voor de verwachte winststromen in de toekomst. Dit extra bedrag kan op verschillende manieren worden afgeschreven. Deze post is vooral relevant als de inkomensstromen naderhand blijken tegen te vallen. In dat geval wordt afgeboekt op betaalde goodwill.

Naast economische oorzaken kan het zwarte gat ook statistische oorzaken hebben. Hieronder vallen bijvoorbeeld het effect van wijzigingen in de steekproef of integratiecorrecties, maar ook de invloed van kapitaalvlucht, seignorage, niet waargenomen financiële of verzekeringsdiensten, of de waardering van immateriële activa. Voor deze laatste drie punten geldt dat ze naar hun aard moeilijk kunnen worden waargenomen. Dit kan zorgen voor inconsistentie van de cijfers.

In deze studie is aan de hand van de statistieken van De Nederlandsche Bank de ontwikkeling van de Nederlandse vermogenspositie bestudeerd. In het Nederlandse geval zijn vooral de

directe investeringen, de aandelen en obligaties en de post buitenlandse valuta en rekeningen interessant. Dit zijn verreweg de grootste posten. Bij het bestuderen van de vermogenspositie kan niet worden volstaan met een partiële analyse van bepaalde posten, maar moet altijd het totaalbeeld in de gaten worden gehouden. Vaak is er sprake van verschuivingen in de vermogensportefeuille, waardoor negatieve uitschieters bij de ene post worden gecompenseerd door positieve uitschieters bij een andere.

Fluctuaties van de wisselkoersen en de beurskoersen kunnen een groot deel van de herwaarderingen verklaren. In 2006-2008 werd gemiddeld bijna 30% van de fluctuaties in de waarde van het Nederlandse vermogen in het buitenland bepaald door overige factoren, die lastig economisch zijn te duiden. Aangezien langere tijdreeksen ontbreken, is niet na te gaan in welke mate dit percentage representatief is. Wel kunnen grote uitschieters voorkomen, bijvoorbeeld door afboekingen op betaalde goodwill.

Hoe belangrijk is het netto externe vermogen voor de economie van een land? Normaliter genereert een positief netto vermogen een positieve inkomensstroom die kan worden gebruikt om import te financieren. Ook interen op het vermogen kan dienen voor dit doel. Beide elementen spelen bijvoorbeeld een rol in de discussie over de vergrijzing. Financieel gezien is de vergrijzing vooral een probleem voor specifieke sectoren (met name de overheid), terwijl een netto vermogenspositie wordt opgebouwd door Nederland als geheel. Een groter netto vermogen is mede daarom geen oplossing voor de vergrijzing.

Daarnaast kan het netto vermogen iets zeggen over de economische kwetsbaarheid van een land. Een land met een hoge netto schuldpositie in relatie tot het bruto binnenlands product is kwetsbaar voor schommelingen op de kapitaalmarkt, zoals in het geval van IJsland in 2008 is gebleken. In dit geval is niet alleen de grootte van het (netto) vermogen van belang, maar ook de samenstelling. Al met al is de relatie tussen het netto vermogen van een land en de gesteldheid van de (reële) economie complex.

Wat zijn de economische consequenties van het zwarte gat? In de eerste plaats is van belang dat prijs- en valuta-effecten niet worden meegenomen in de productierekeningen van de Nationale rekeningen, omdat zij niet zijn gerelateerd aan de inzet van productiefactoren. Wel staan deze veranderingen als overige mutaties in de financiële balansen. Vermogenswinsten kunnen worden verzilverd en gebruikt om de invoer te financieren, terwijl vermogensverliezen zouden kunnen leiden tot extra besparingen, wat bij gelijk blijvende binnenlandse investeringen leidt tot een stijging van de uitvoer ten opzichte van de invoer. Als dat gebeurt, heeft het zwarte gat effecten op de reële economie. Het is in de aard van de zaak lastig te bepalen in welke mate vermogenswinsten worden verzilverd. Dit maakt het lastig om de economische consequenties van het zwarte gat te analyseren. De statistische factoren die invloed hebben op het zwarte gat zijn economisch moeilijk te duiden of lastig in te passen in een beleidsanalyse (bijvoorbeeld bij

afboeken goodwill). Meer onderzoek is gewenst om de witte plekken op statistisch gebied beter in te vullen.

Moet de vermogenspositie meer aandacht krijgen in de economische analyse? Een argument vóór is dat de vermogenseffecten steeds groter worden. Consequentie hiervan is dat de invloed van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans steeds kleiner wordt. Het nut wordt beperkt doordat het lastig is de toekomstige ontwikkeling van vermogenseffecten te voorspellen en doordat ook statistische factoren een rol kunnen spelen bij het ontstaan van het zwarte gat.

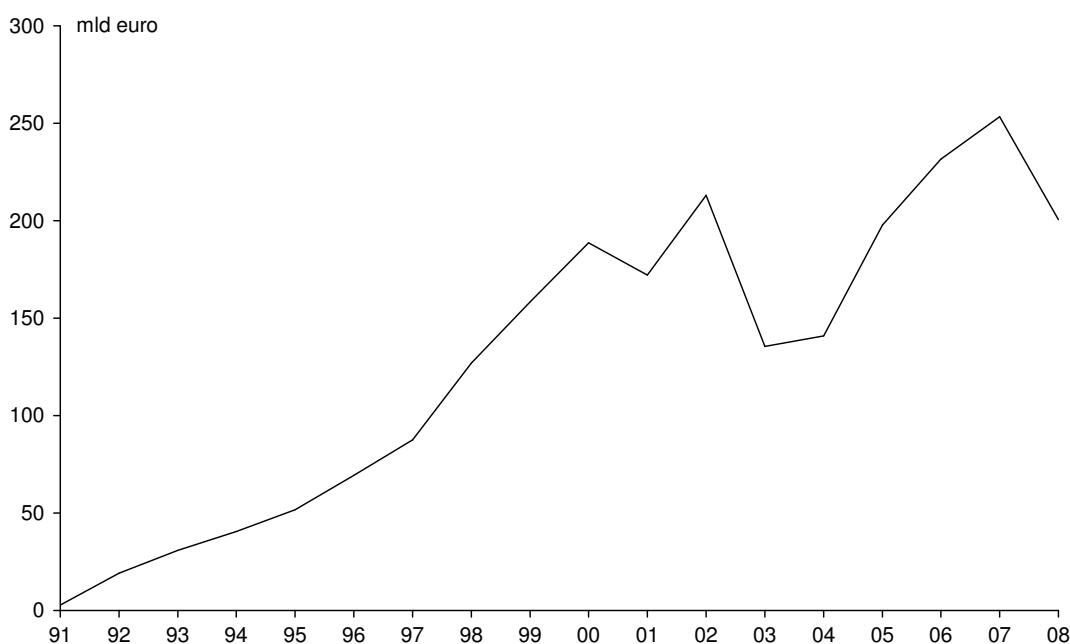
Daarnaast is de netto vermogenspositie moeilijk te gebruiken als beleidsvariabele. Wisselkoers- en prijsfluctuaties worden grotendeels bepaald op de internationale markt. De in- en uitstroom van kapitaal kan worden beïnvloed, maar het is de vraag of dergelijke interventies welvaartsverhogend werken. Gezien de voor- en tegenargumenten lijkt de bruikbaarheid van de netto vermogenspositie voor de economische beleidsanalyse beperkt. Wel kan het monitoren van de netto vermogenspositie nuttig zijn om economische onevenwichtigheden op te sporen.

Om het zwarte gat te veranderen in een tastbaar concept moet de invloed van statistische effecten beter in kaart worden gebracht en moet met grotere zekerheid iets kunnen worden gezegd over de langetermijnontwikkeling van de herwaarderingseffecten. Door de internationale financiële crisis is echter wel duidelijk geworden dat ontwikkelingen op de financiële markten en in de reële economie nauw met elkaar samenhangen. Naar alle waarschijnlijkheid zal dit leiden tot de ontwikkeling van modellen waarbij deze interacties beter in kaart worden gebracht. In dat kader is ook verder onderzoek naar het zwarte gat urgenter geworden.

1 Inleiding

Sinds jaar en dag heeft Nederland een overschot op de lopende rekening. Economisch betekent dit dat Nederland een spaaroverschot heeft. Dit zou geleid moeten hebben tot een omvangrijke versterking van het netto extern vermogen. Dat wil zeggen, de Nederlandse bezittingen in het buitenland zouden sterker toegenomen moeten zijn dan de schulden van Nederland aan het buitenland. Als gekeken wordt naar de cijfers, dan blijkt het Nederlandse vermogen in het buitenland veel minder groot dan men op grond van het overschot van de lopende rekening en de bijbehorende jaarlijkse financiële (investerings)stromen zou verwachten. Deze discrepantie werd door Arnold Kusters (1997) het ‘zwarte gat’ van Nederland genoemd. Het gaat hierbij om aanzienlijke bedragen. Figuur 1.1 laat de ontwikkeling van het zwarte gat zien vanaf 1991, zoals die is af te leiden uit de cijfers van De Nederlandsche Bank. Cumulatief is er tussen 1990 en 2009 voor ongeveer 200 mld euro aan Nederlandse besparingen “verdwenen”.

Figuur 1.1 **Ontwikkeling van het zwarte gat, 1991-2008**



Recentelijk is dit onderwerp vooral door Wim Boonstra (2003, 2004, 2006, 2007a, 2007b, 2008) opnieuw onderzocht. Ook in de internationale wetenschappelijke literatuur staan de externe vermogensposities van landen in de belangstelling.¹ Waarom is onderzoek naar externe vermogensposities van landen opnieuw populair? Een rol speelt dat voor veel landen de waarde van deze vermogens in het buitenland de laatste decennia fors toegenomen. Prijsfluctuaties van vermogenstitels kunnen daardoor een grotere invloed hebben op de economie van een land. In 2007 was de waarde van de Nederlandse financiële bezittingen in het buitenland volgens de

¹ Zie bijvoorbeeld Buitier (2006), Gros (2006a, 2006b), Hausmann en Sturzenegger (2005, 2007), Heath (2007) en Lane en Milesi-Ferretti (2001, 2002, 2007, 2008).

Nationale rekeningen ongeveer 4 000 mld euro. Ter vergelijking: het bruto binnenlands product van Nederland lag in hetzelfde jaar rond de 567 mld euro.

Waarom zou een land zich moeten bekommeren om de externe vermogenspositie in het algemeen en het zwarte gat in het bijzonder? Als een land een positief extern vermogen heeft, dan kan op dat vermogen worden ingeteerd tijdens de periode van vergrijzing. Een land met een positief extern vermogen kan in principe een tekort op de betalingsbalans hebben, zonder dat dit gevolgen heeft voor de wisselkoers van dat land. In de internationale literatuur wordt de vermogenspositie vooral gekoppeld aan betalingsbalansonevenwichtigheden en de vraag waarom dit niet meteen leidt tot wisselkoersaanpassingen.

Verder is er de vraag wat er gebeurt met het jaarlijkse spaaroverschot. Als er sprake is van een groot zwart gat, dan lijkt het erop of dit geld niet rendabel wordt aangewend. Is het verstandig te streven naar een spaaroverschot of is bijvoorbeeld overheidsingrijpen gewenst om de binnenlandse investeringen aan te zwengelen? Ook zitten er aan de internationale kapitaalstromen allerlei politieke kanten. Te denken valt aan de invloed van hedgefonds en private equity fondsen, die vooral gefixeerd zouden zijn op kortetermijnwinsten ten koste van de vooruitzichten op langere termijn. Ook de aanwezigheid van grote staatsfondsen uit bijvoorbeeld China en het Midden-Oosten, waarvan onduidelijk is welke belangen zij dienen, hebben geleid tot allerlei vragen over de consequenties en de beheersbaarheid van deze stromen.

Aan de redenen om de externe vermogens van landen te bestuderen is sinds 2008 de internationale financiële crisis toegevoegd. Op dit moment is nog onduidelijk hoe groot de invloed is van de kredietcrisis op de Nederlandse vermogenspositie. Dit geldt helemaal voor de netto externe vermogenspositie omdat zowel de waarde van de Nederlandse bezittingen in het buitenland als die van de Nederlandse schulden aan het buitenland is gedaald. Wel is door de kredietcrisis het belang van de relaties tussen de financiële economie en de reële economie duidelijk geworden. Bovendien bevatten de vermogensbalansen belangrijke informatie over onevenwichtigheden in de internationale economie. Te verwachten valt dat in de toekomst meer onderzoek wordt verricht naar de relatie tussen de lopende economie en de financiële balansen van landen. In dat kader is een onderzoek naar de factoren die de externe vermogenspositie van een land bepalen in toenemende mate van belang.

In dit onderzoek zal zowel worden nagegaan wat de economische betekenis is van de externe vermogenspositie als worden onderzocht hoe het zwarte gat zich heeft ontwikkeld. Hiervoor is allereerst de relevante economische literatuur bestudeerd. In het bijzonder is gebruik gemaakt van de publicaties van Wim Boonstra. Deze heeft in een aantal artikelen de problematiek rond de Nederlandse vermogenspositie opnieuw aan de orde gesteld. Dit onderzoeksdocument kan dan ook gezien worden als een samenvatting van en een reactie op zijn onderzoek. Daarnaast wordt de externe vermogenspositie van Nederland redelijk gedetailleerd onderzocht. Hiervoor

worden vooral de statistieken van de betalingsbalans en de externe vermogensposities bestudeerd, die worden gemaakt door De Nederlandsche Bank. Dit statistische onderzoek kan gezien worden als een aanvulling op de eerdere analyses van Kusters en dient vooral om begrip te krijgen voor de orde van grootte van het zwarte gat, de mate waarin de verschillende factoren een rol spelen en de statistische problemen die de analyse van het zwarte gat bemoeilijken.

In dit onderzoeksdocument wordt allereerst gedefinieerd wat het begrip zwart gat precies inhoudt. Door duidelijk af te bakenen wat het wel en niet is, wordt verder onderzoek vergemakkelijkt. Vervolgens wordt ingegaan op de relatie tussen de externe vermogenspositie en het saldo op de lopende rekening. Daarna wordt gekeken welke factoren het zwarte gat verklaren. Door deze factoren in kaart te brengen kunnen ook de economische consequenties van het fenomeen beter worden onderzocht.

Ten slotte wordt het economische belang van het zwarte gat besproken. Is dit een reëel economisch gegeven dat moet worden meegenomen in de beleidsanalyses, of is het vooral een statistisch en boekhoudkundig fenomeen, dat beter buiten beschouwing kan worden gelaten? Het zal blijken dat lang niet alle vragen die in dit onderzoeksdocument worden gesteld kunnen worden beantwoord. Dit hangt mede samen met de beschikbare statistieken. Het onderzoeksdocument eindigt daarom met een aantal specifieke punten die van belang zijn om meer inzicht te krijgen in de aard en omvang van het zwarte gat.

2 Definities: zwarte gaten en zwarte materie

Wat is het zwarte gat nu precies? In de afgelopen 30 jaar had Nederland in het algemeen overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit betekent in andere woorden dat Nederland ook al die tijd een spaaroverschot heeft gehad. Het betreft hier besparingen die niet in Nederland worden geïnvesteerd, maar die per definitie in het buitenland worden belegd. Op grond hiervan zou verwacht worden dat Nederland zijn netto extern vermogen heeft vergroot. Dit blijkt niet het geval. In de periode 1998-2002 werd het zelfs negatief. Bij nadere beschouwing blijkt dat de waarde van het Nederlandse vermogen in het buitenland veel minder is toegenomen dan op grond van de jaarlijkse netto nationale besparingen of financiële stromen zou mogen worden verwacht. Een groot deel lijkt verdwenen in wat, in navolging van Kusters (1997), het zwarte gat van Nederland wordt genoemd. Een zwart gat ontstaat of neemt toe als de toename van het vermogen in een bepaalde periode minder groot is dan op grond van de cumulatieve netto nationale besparingen of financiële stromen zou mogen worden verwacht.

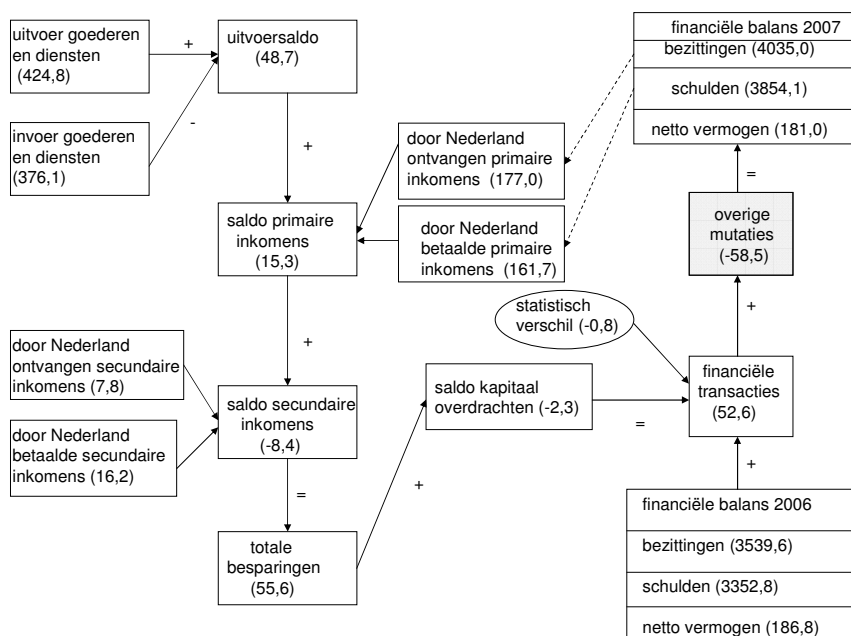
Naast zwarte gaten kent de economische literatuur sinds kort ook zwarte materie. In een aantal artikelen van Hausmann en Sturzenegger (2005, 2007) wordt dit begrip geïntroduceerd. Zij vergelijken de netto inkomsten van de Verenigde Staten op investeringen met het netto extern vermogen. Het netto inkomen uit vermogen is positief, waaruit Hausmann en Sturzenegger concluderen dat het vermogen van de Verenigde Staten in het buitenland te laag wordt ingeschat. Op basis van de inkomstenstromen en een verondersteld fictief rendement van 5% schatten zij het 'werkelijke' vermogen. Het verschil tussen dit vermogen en het geobserveerde cijfer in de vermogensbalans wordt zwarte materie genoemd, wat dus een soort tegenhanger is van het begrip zwart gat.

De analyse over de zwarte materie is bepaald niet onomstreden. Vooral is niet duidelijk in hoeverre de strikte aannames, die nodig zijn om de vermogensposities te schatten, hout snijden (Boonstra 2008, Kozlow 2006). Bovendien zijn de verklaringen voor de zwarte materie niet afdoende (Higgins, Klitgaard en Tille 2006) en is onduidelijk of de analyse veel soelaas biedt bij het verklaren van de betalingsbalansonevenwichtigheden (Eichengreen 2006, Krugman 2007). Buiters (2006) stelt dat de omvang van de zwarte materie slechts een fractie is van het bedrag dat Hausmann en Sturzenegger claimen en te klein is om de geobserveerde betalingsbalansverschillen op de lange termijn houdbaar te laten zijn. De verdienste van het onderzoek van Hausmann en Sturzenegger is vooral dat de beschikbare cijfers opnieuw kritisch zijn onderzocht op hun consistentie en dat onderzoek is gestimuleerd om de ontwikkelingen van de betalingsbalans economisch beter te duiden.

3 Het zwarte gat en de Nationale rekeningen

Om de discussie over het zwarte gat te structureren wordt uitgegaan van de systematiek van de Nationale rekeningen. Uit het rekeningensstelsel van de Nationale rekeningen kan een rechtstreeks verband tussen het saldo van de betalingsbalans en de vermogenspositie worden afgeleid. Figuur 3.1 laat dit verband zien.²

Figuur 3.1 Relaties tussen handelsstromen en de vermogenspositie in mld euro's, 2007



Bron: CBS, Nationale rekeningen 2007.

Het uitgangspunt is het saldo op de handelsbalans, dat wil zeggen het verschil tussen de uitvoer en invoer van goederen en diensten. Samen met het saldo van de door Nederland uit het buitenland ontvangen en door Nederland aan het buitenland betaalde primaire inkomens en het saldo van de door Nederland uit het buitenland ontvangen en door Nederland aan het buitenland betaalde inkomensoverdrachten vormt het handelsoverschot de totale besparingen van een land. Vooral de primaire inkomens zijn hierbij interessant. Het in het verleden opgebouwde vermogen genereert immers een belangrijk deel van het primaire inkomen in de vorm van dividenden, ingehouden winsten en rentebetalingen. Als dit saldo positief is dan hoeft een land in principe minder te sparen om toch niet in te teren op het vermogen. Veel hangt dan wel af van het rendement dat wordt behaald op het geïnvesteerde vermogen.

² Externe vermogens worden niet berekend binnen het geïntegreerde systeem van de Nationale rekeningen, maar gemeten door een jaerenquête van De Nederlandsche Bank. Dit kan een bron zijn voor statistische verschillen en inconsistenties tussen de externe vermogensposities van DNB en die van de Nationale rekeningen. Wel wordt via allerlei samenwerkingsverbanden en overlegorganen geprobeerd deze verschillen te verminderen of er in ieder geval een verklaring voor te vinden.

Figuur 3.1 laat zien dat het vermogen van een land kan veranderen door financiële transacties of door overige mutaties. De financiële mutaties zijn gekoppeld aan de besparingen in een bepaald jaar. De overige mutaties hebben betrekking op vermogenswinsten die niet kunnen worden gerelateerd aan de productie van goederen en diensten. Het zwarte gat kan ook gezien worden als de cumulatieve som van de overige mutaties over een bepaalde periode. Overigens geeft figuur 3.1 de netto waarde weer, waarbij de positieve fluctuaties aan de activakant voor Nederland een positief en die aan de passivakant een negatief teken hebben.

In de Nationale rekeningen worden Nederlandse investeringen in het buitenland in vaste activa (machines, gebouwen e.d.) niet meegenomen in de binnenlandse bestedingen. Dit moet ook niet, omdat dergelijke activa tot de buitenlandse kapitaalgoederenvoorraad behoren. De waarde van dergelijke investeringen wordt wel geregistreerd op de financiële balans van de sector buitenland. Van deze directe investeringen in het buitenland worden dus alleen de financiële stromen weergegeven.

Aan het zwarte gat, mits gedefinieerd als het verschil in vermogensmutatie en gecumuleerde netto nationale besparingen, kunnen ook statistische verschillen tussen de saldi van de lopende rekening (=nationale besparingen) en de saldi van de financiële transacties bijdragen. Deze verschillen ontstaan doordat de saldi van de lopende rekening en van de financiële transacties onafhankelijk van elkaar worden waargenomen en zijn geschat op basis van steekproeven.

4 Determinanten van het zwarte gat

Waardoor wordt het zwarte gat nu veroorzaakt? Uit hoofdstuk 3 blijkt dat, afgezien van bovengenoemde statistische verschillen, vooral moet worden gekeken naar de factoren die de overige vermogensmutaties veroorzaken. De factoren kunnen worden onderscheiden in vier categorieën, die in figuur 4.1 worden weergegeven. Allereerst zijn er de wisselkoersmutaties, de prijsmutaties en de overige (economische) mutaties. Dit zijn drie categorieën zoals die ook in een analyse van de betalingsbalans door De Nederlandsche Bank worden onderscheiden (Aarsman en Lub 2007, DNB 2007). Onder mutaties door overige economische oorzaken vallen onder andere de afboekingen op goodwill en fluctuaties als gevolg van de overgang op een ander boekhoudsysteem. Ten slotte zijn er de zuiver statistische oorzaken. Hierbij gaat het om verschillen die worden veroorzaakt door meetproblemen of het gebruik van andere definities.³ Ook het belastingstelsel van een land kan de vermogensposities beïnvloeden. Bedrijven kunnen prikkels hebben om de (ingehouden) winsten en investeringen in immateriële activa in bepaalde landen te laten neerslaan. De invloed van deze factoren op met name de inkomensstromen van landen kan aanzienlijk zijn.⁴

Het onderscheid tussen de groepen is niet altijd even hard. Zijn afboekingen op betaalde goodwill een statistische of economische oorzaak? Voor beide is wat te zeggen. De onderverdeling dient vooral om de discussie te structureren. In de rest van dit hoofdstuk zullen de vier categorieën meer gedetailleerd worden behandeld.

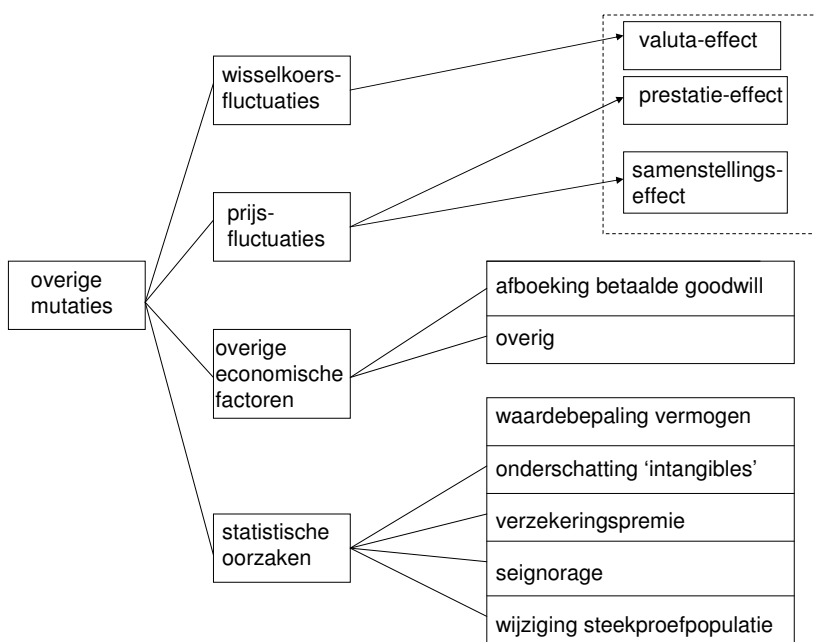
Typing van de effecten door Boonstra

Boonstra (2008) verdeelt de verschillende oorzaken weer iets anders en onderscheidt naast de statistische factoren het valuta-, het compositie- en het prestatie-effect. Deze laatste drie factoren zijn in figuur 4.1 omgeven door de stippellijnen. Het compositie-effect houdt in dat de vermogenspositie verandert, doordat de schulden een andere prijsontwikkeling volgen en een ander rendement hebben dan de bezittingen. Meestal worden deze verschillen veroorzaakt door een ander risicoprofiel. Zo bestaan de schulden van de VS vooral uit uitgegeven obligaties, terwijl de bezittingen bestaan uit aandelen. Aangezien de koersen van aandelen zich anders ontwikkelen dan die van obligaties, kan de vermogenspositie veranderen, zonder dat sprake is van financiële mutaties. Het prestatie-effect houdt in dat de prijsontwikkelingen van vermogenstitels (bijvoorbeeld aandelen) kunnen verschillen tussen landen. Een belangrijke oorzaak van het zwarte gat en van de tegenvallende ontwikkeling van de Nederlandse vermogenspositie is in feite dat de activa en passiva van de vermogenspositie heterogeen zijn en verschillend zijn samengesteld. Ten slotte zijn er valutaverschillen tussen activa en passiva. Passiva luiden voor Nederland veelal in euro's, terwijl de activa vaak in (tot euro omgerekende) buitenlandse valuta luiden.

³ Deze post bevat bijvoorbeeld ook de gevolgen van populatiewijzigingen van de steekproef. In incidentele gevallen wordt een respondent aan de steekproef toegevoegd die tot dan toe is gemist, zonder de rest van de tijdreeks aan te passen. Dit zorgt voor een extra mutatie als de respondent voor het eerst wordt waargenomen, die terug te vinden is bij de overige mutaties. In de opstelling van De Nederlandsche Bank wordt deze post ook gerekend tot de overige mutaties.

⁴ Zie bijvoorbeeld Buitier (2006), Gross (2006a, 2006b), Heath (2007), Kozlow en Abaroa (2006) voor meer details.

Figuur 4.1 Bepalende factoren van het zwarte gat (post overige mutaties)



Wisselkoersfluctuaties

De wisselkoersen hebben een vrij direct effect op de bezittingen in het buitenland. Als bijvoorbeeld de dollar daalt ten opzichte van de euro, dan worden Nederlandse bezittingen in de Verenigde Staten in euro's minder waard. Overigens kunnen ook de Nederlandse schulden aan het buitenland in waarde verminderen, voor zover deze in dollars worden aangehouden. Wisselkoersen werken in principe door in alle bezittingen die in het buitenland worden aangehouden. In potentie kan het effect op de vermogenspositie van een land daardoor groot zijn. Een dempend effect gaat uit van het feit dat ook de schulden van een land in buitenlandse valuta kunnen worden aangehouden. Het exacte effect hangt dus af van de valutasamenstelling van de activa en de passiva.

Figuur 4.2 laat de koers van de Amerikaanse dollar en het Britse pond zien ten opzichte van de euro. Deze twee munten zijn gekozen omdat het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten belangrijke landen zijn voor het bepalen van het Nederlandse externe vermogen. Duidelijk is dat koersen van jaar op jaar sterk kunnen fluctueren en dus grote vermogenseffecten kunnen hebben. In 2008 is zowel de waarde van het Britse pond als die van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro historisch gezien laag. Wel is de Amerikaanse dollar in 2008 weer in waarde gestegen na een aantal jaren van structurele waardedaling. Dit komt mede doordat de dollar in onzekere tijden wordt gezien als een vluchthaven. Gezien de fluctuaties die in wisselkoersen kunnen optreden, zijn analyses van vermogensstanden erg gevoelig voor de keuze van een bepaalde tijdsperiode. Figuur 4.2 geeft bovendien in zoverre een vertekend beeld dat de grondslag waarover de wisselkoerseffecten berekend moeten worden, in de loop der jaren groter is geworden. Een wisselkoersverandering in 2008 heeft gemeten in euro's dus veel meer

effect dan een even grote verandering in 1980. Wel lijkt het gezien de ontwikkelingen in figuur 4.2 onwaarschijnlijk dat wisselkoersveranderingen een volledige verklaring zijn voor het zwarte gat. Hiervoor zou bijvoorbeeld de Amerikaanse dollar structureel moeten zijn verzwakt ten opzichte van de euro. Desondanks is dit wel een reden die wordt gegeven voor de goede resultaten van investeerders uit de Verenigde Staten vergeleken met hun buitenlandse collega's (zie bijvoorbeeld Krugman 2007).

Figuur 4.2 Wisselkoersen US dollar en Britse pond ten opzichte van de euro, 1980-2008



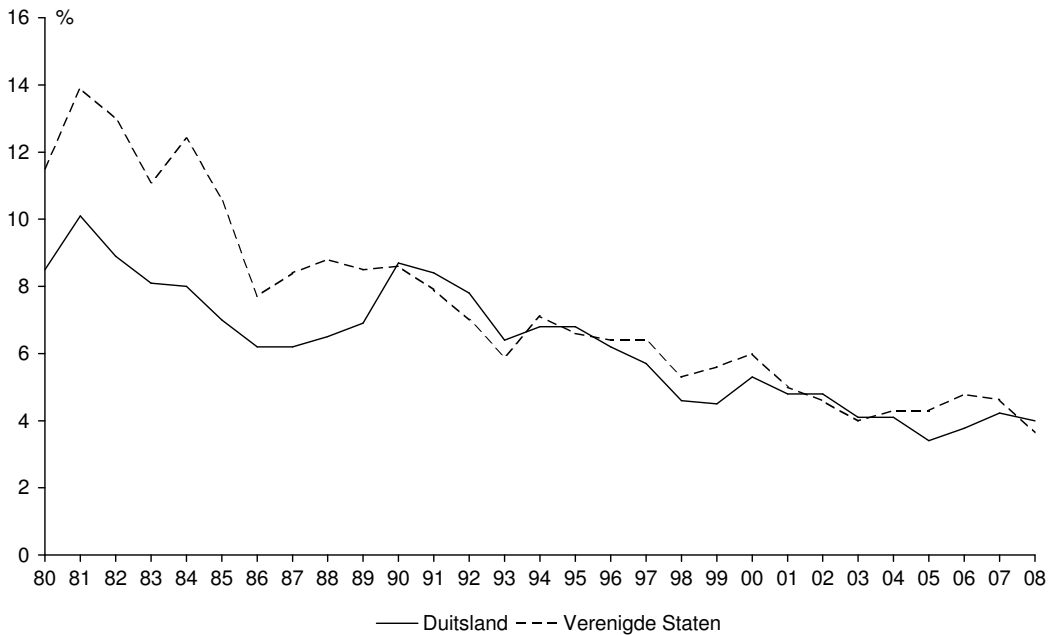
Prijsfluctuaties

Prijsfluctuaties spelen vooral een rol bij aandelen en obligaties door verandering van de koersen. Bij de derivaten zijn de prijsveranderingen aan de activa en de passivakant vrijwel even groot, zodat zij voor de netto vermogenspositie van weinig betekenis zijn. In principe moet dus gekeken worden naar de beurskoersen en de obligatie-indexen.

In de jaren negentig heeft de AEX goed gepresteerd vergeleken met de buitenlandse beurzen. Daar bovenop wisten buitenlandse beleggers in die jaren vaak de beurs te verslaan. Dit waarderings-effect pakte nadelig uit voor de Nederlandse netto vermogenspositie (Boonstra 2006). Bij de obligaties is het beeld wat minder duidelijk. Als ervan wordt uitgegaan dat de vermogenswinsten van Nederlanders op Amerikaanse obligaties en die van buitenlanders op Nederlandse obligaties negatief zijn gecorreleerd met respectievelijk de rente in de Verenigde Staten en Duitsland, dan heeft het prijseffect van de obligaties sinds ongeveer 1995 een negatieve invloed op de Nederlandse externe vermogenspositie. Wordt echter een langere periode beschouwd, dan is er sprake van een positief effect. Dit komt overeen met de bevindingen van Boonstra (2006, 2008), die vaststelt dat Nederlandse beleggers in het

buitenland hogere koerswinsten hebben behaald op hun vastrentende portefeuilles dan buitenlanders in Nederland.

Figuur 4.3 Ontwikkelingen lange rente in Duitsland en de Verenigde Staten, 1980-2008



Overige economische factoren

Het effect van wisselkoersveranderingen en prijsfluctuaties op de buitenlandse investeringen is in principe nog te bepalen. Echter, er zijn ook nog andere factoren van invloed op de waarde. Een belangrijke factor bij de directe investeringen in het buitenland zijn de afschrijvingen en de afboekingen op betaalde goodwill. Als een bedrijf wordt overgenomen, wordt niet alleen betaald voor de vaste activa, maar (vooral) ook voor de verwachte winststromen in de toekomst. Dit extra bedrag kan boekhoudtechnisch op verschillende manieren worden afgeschreven. Een andere kwestie is als de geschatte inkomensstromen naderhand tegen blijken te vallen. In dat geval wordt er afgeboekt op de betaalde goodwill wat leidt tot een lagere waarde van de directe investeringen. Enkele Nederlandse multinationals hadden in het begin van deze eeuw geen gelukkige hand bij het overnemen van buitenlandse bedrijven. Dit resulteerde, bijvoorbeeld in het jaar 2001 en 2002, in aanzienlijke afboekingen op betaalde goodwill. Ook de te hoge verwachtingen van eerdere UMTS-investeringen leidde in die jaren tot aanzienlijke afboekingen.

Naast de afboekingen op betaalde goodwill zijn er nog andere economische factoren. In sommige bedrijven speelt de waardering van de bewezen nog te exploiteren grondstoffenreserves of patenten een rol. Deze waarden zijn vaak gebaseerd op schattingen die onder omstandigheden kunnen veranderen.

Statistische oorzaken

Zoals alle statistieken zijn ook de cijfers over de externe vermogens van landen onderhevig aan meetfouten. Deze meetfouten kunnen allerlei vormen aannemen en zouden een bijdrage kunnen leveren aan het zwarte gat. Als de fouten een willekeurig karakter zouden hebben, dan zouden zij over een langere tijdsperiode gezien een neutrale invloed moeten hebben en derhalve geen verklaring zijn voor het zwarte gat. Helaas is niet uit te sluiten dat de vertekeningen meer systematisch zijn. In deze sectie wordt een aantal van deze oorzaken genoemd.

Kapitaalvlucht

Niet alle financiële stromen worden correct geboekt op de betalingsbalans, bijvoorbeeld omdat men geld (illegaal) stort op een rekening in een belastingvriendelijker oord. Deze zogenoemde kapitaalvlucht veroorzaakt een verschil tussen het overschot op de handelsbalans en de daar tegenoverstaande export van kapitaal.

Als verklaring voor het Nederlandse zwarte gat is de betekenis van kapitaalvlucht beperkt. Het statistisch boven water brengen van kapitaalvlucht is een onderzoeksdoel op zich en er is een aanzienlijke literatuur verschenen over dit onderwerp. Vooral in derde wereldlanden kan het effect van kapitaalvlucht groot zijn. Zo werd de cumulatieve kapitaalvlucht voor Afrika in 1998 geschat op circa 40% van het BBP (Hermes, Lensink en Murinde 2002). Wel moet worden opgemerkt dat zulk soort schattingen met een grote onzekerheid is omgeven. Bovendien zal het effect voor ontvangende ontwikkelde landen minder groot zijn, omdat de kapitaalmarkten in deze landen vele malen groter zijn en dus het relatieve aandeel van kapitaalvlucht gering is.

Waardering directe investeringen

De directe investeringen in het buitenland kunnen op verschillende manieren worden gewaardeerd (zie bijvoorbeeld Lane en Milesi-Ferretti 2001). Een eerste methode is om de historische kosten als uitgangspunt te nemen. Een tweede methode gaat uit van de historisch betaalde kosten, maar corrigeert voor gestort kapitaal plus niet uitgekeerde winsten. Dit wordt de boekwaarde ('book-value') methode genoemd. Bij de marktwaarde (market-value) methode wordt geprobeerd de huidige marktwaarde van de directe investeringen te schatten. De meeste landen gebruiken op praktische gronden de boekwaarde methode (IMF 1993). Het punt is dat directe investeringen niet ieder jaar worden verhandeld en er dus geen prijs wordt vastgesteld. Het gebruik van de marktwaarde vereist dus data die in de meeste gevallen niet voor handen zijn. Eén en ander kan echter wel leiden tot verschillen tussen landen en tussen de statistische waarde van de directe investeringen en de werkelijke marktwaarde.⁵ Dit verschil zal pas tot uiting komen als de directe investeringen weer worden verkocht en er achteraf boekwinsten of - verliezen resulteren.

⁵ Zie bijvoorbeeld Buitier (2006) waar uitgebreid wordt ingegaan op de gevolgen die dit punt kan hebben voor de externe vermogenspositie van een land.

Immateriële activa

Bij directe investeringen in het buitenland wordt niet alleen betaald voor de machines en gebouwen, maar ook voor immateriële zaken zoals opgebouwde expertise, menselijk kapitaal, de waarde van merken, toegang tot markten via bestaande distributiekkanalen en dergelijke. Onderzoek in de Verenigde Staten laat zien dat dergelijke investeringen de afgelopen decennia sterk zijn gegroeid. Het is aannemelijk dat dit ook voor Nederland en andere ontwikkelde economieën het geval is. Investerings in software en patenten worden als type activa opgenomen in het systeem van de Nationale rekeningen, al is de berekening en waardering ervan soms problematisch. Voor zachtere zaken als menselijk kapitaal is het nog moeilijker een waarde te bepalen. In de bedrijfseconomie, de marketing en de accountancy zijn methoden ontwikkeld om bijvoorbeeld de waarde van een merk te bepalen. Het is echter geheel niet duidelijk hoe zulke methoden vertaald moeten worden naar het systeem van de Nationale rekeningen. Bovendien is het de vraag hoe dergelijke investeringen in immateriële activa afgeschreven worden.

Als de immateriële activa onvoldoende tot uiting komen in de waarde van de stocks, dan kan er een (negatieve) discrepantie ontstaan tussen de financiële stromen en de waarde van het externe vermogen. In principe zou dit dan wel weer moeten leiden tot hogere rendementen op deze buitenlandse investeringen. Immers, het is te verwachten dat bijvoorbeeld R&D kennis wel winst genereert. Om een verklaring te zijn voor het tegenvallende netto externe vermogen van Nederland zou bovendien moeten gelden dat Nederlandse bedrijven meer in buitenlandse immateriële activa investeren dan buitenlandse bedrijven in Nederland. Dit is gezien het hoge opleidingsniveau van Nederlandse werknemers en het feit dat in Nederland relatief veel hoofdkantoren van multinationals zijn gevestigd niet erg waarschijnlijk. Het is dan ook zeer de vraag of dit aspect het zwarte gat van Nederland kan verklaren.

Herinvestering ingehouden winsten in het buitenland

De winsten van buitenlandse dochters kunnen worden uitgekeerd als dividend aan de aandeelhouders of opnieuw worden geïnvesteerd. Deze herinvesteringen van ingehouden winsten maken sinds de revisie van de Nationale rekeningen in 1998 onderdeel uit van het saldo primaire inkomen en van de directe investeringen in het buitenland. Dit is boekhoudkundig gezien juist. Als de cijfers beschikbaar zijn, worden de ingehouden winsten consistent in het systeem van de Nationale rekeningen verwerkt. Deze vormen dan geen verklaring voor het zwarte gat, wat ten tijde van het onderzoek door Kusters (1997) nog wel het geval was. Wel zijn de cijfers van de ingehouden winsten relatief laat beschikbaar en moeilijk op voorhand in te schatten. In de praktijk is daarom de kans op bijstellingen van deze post aanzienlijk.

Seignorage en niet waargenomen financiële en verzekeringsdiensten

Sinds de tweede wereldoorlog is de Amerikaanse dollar de sleutelvaluta van het internationale monetaire systeem. Veel internationale transacties worden afgehandeld in dollars. Het

buitenland heeft dollars nodig voor financiële transacties. Dit geeft de Verenigde Staten de gelegenheid de aankoop van goederen en diensten te financieren door extra dollars te drukken. In de economische literatuur wordt dit seignorage genoemd. Geldscheppende instanties (de centrale banken) kunnen proberen de aankoop van extra goederen te financieren door geld te creëren. Deze winst wordt opgebracht door de gebruikers van de valuta, vaak in de vorm van inflatie. De winst op het drukken van dollars, die worden aangekocht door het buitenland, kan gezien worden als de (niet gemeten) uitvoer van een financiële dienst, wat resulteert in een positiever netto extern vermogen van de Verenigde Staten dan op grond van het saldo op de lopende rekening zou worden verwacht.

Verder kunnen bepaalde landen natuurlijk aantrekkelijk zijn om te investeren door bijvoorbeeld een grote afzetmarkt, een gunstig belastingregime of een stabiele economische en politieke situatie. De directe investeringen in het buitenland kunnen een dergelijke premie bevatten. Voor zover dit bedrag wel in de financiële stromen zit, maar niet wordt meegerekend bij de waardering van de directe investeringen, leidt dit tot een verschil tussen de waargenomen standen en stromen. Het is in ieder geval niet waarschijnlijk dat de impliciete waardering van landenrisico's en preferenties in de vermogensboekhouding van bedrijven wordt gewaardeerd.

5 Het Nederlandse externe vermogen: beschrijvende statistieken

Tot nu toe was de beschrijving van de vermogenspositie redelijk algemeen. In dit hoofdstuk wordt het externe vermogen van Nederland bestudeerd. In deze beschrijvende analyse zal zowel de ontwikkeling van de totale Nederlandse netto vermogenspositie als van de afzonderlijke posten worden besproken. Uitgegaan wordt van de statistieken van de betalingsbalans, zoals die worden gepubliceerd door De Nederlandsche Bank.

5.1 Ontwikkeling netto vermogenspositie

Figuur 5.1 geeft de ontwikkeling weer van de netto vermogenspositie van Nederland in de periode 1988-2008 volgens de statistieken van De Nederlandsche Bank. Dit is het saldo van de Nederlandse bezittingen in het buitenland en de buitenlandse bezittingen in Nederland. Tot het midden van de jaren negentig is de netto vermogenspositie vrij stabiel. In de tweede helft van de jaren negentig volgt een scherpe daling. In 2002 bereikt de netto vermogenspositie een dieptepunt, om de laatste jaren weer op te krabbelen.⁶

Figuur 5.1 Ontwikkeling netto vermogenspositie Nederland, 1988-2008

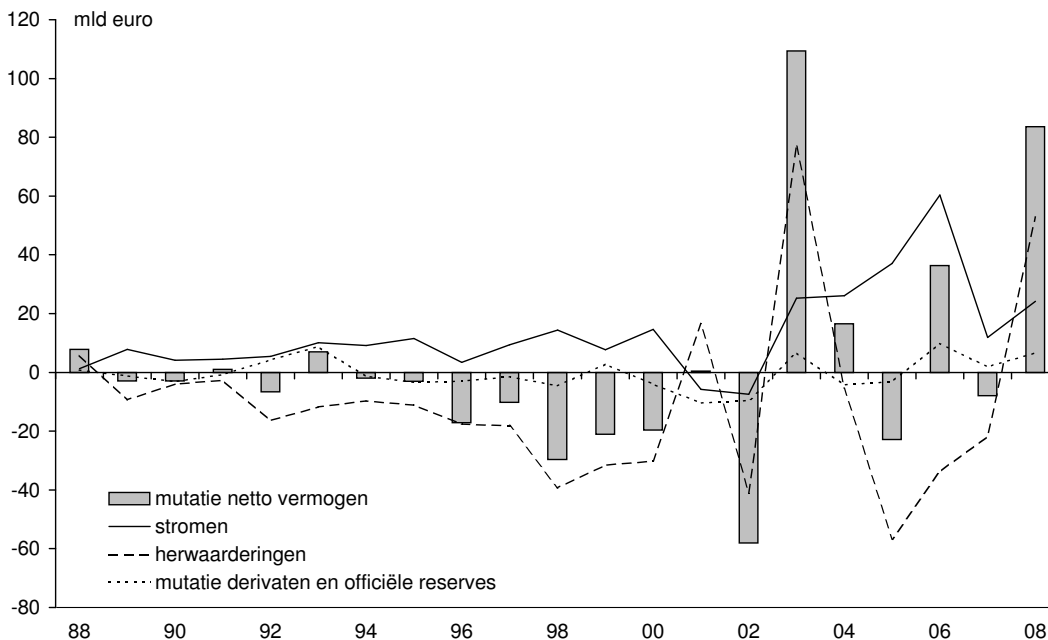


⁶ Hier zou mee kunnen spelen dat de cijfers van de betalingsbalans sinds 2004 op een andere manier worden gemaakt. Zie DNB (2004) voor meer informatie over de gewijzigde methodiek en de gevolgen voor de cijfers van het externe vermogen.

In 2008 neemt de netto vermogenspositie van Nederland sterk toe, waarbij wel moet worden opgemerkt dat de cijfers voor dat jaar een voorlopig karakter hebben. De stijging is mede toe te schrijven aan de gevolgen van de kredietcrisis. De Nederlandse overheid zag zich genoodzaakt ABN-AMRO over te nemen van het Belgische Fortis. Hiermee wordt een buitenlandse investering in Nederland uit 2007 weer terug gedraaid, waardoor de directe investeringen van het buitenland in Nederland in waarde zijn afgenomen. Verder leidde de afname van het onderlinge vertrouwen tussen banken ertoe dat banken hun verstrekte leningen terugtrokken. Bij Nederlandse banken ging het in het vierde kwartaal om een bedrag van ongeveer 150 mld euro. Buitenlandse banken trokken echter een nog groter bedrag terug van 235 mld euro. Deze transacties hebben derhalve per saldo een positieve invloed op het Nederlandse externe vermogen (DNB 2009).

Het vermogen kan veranderen door het saldo van financiële transacties (stromen) en herwaarderingseffecten. In figuur 5.2 is aangegeven in hoeverre de verandering in de netto vermogenspositie veroorzaakt wordt door deze twee componenten. De betalingsbalans bevat ook derivaten en financiële reserves. Deze posten zijn in de figuur apart weergegeven. De derivaten worden pas vanaf het jaar 1999 opgenomen in de betalingsbalans. Bij de officiële reserves zijn de herwaarderingsen wat moeilijker te interpreteren dan bij bijvoorbeeld de directe investeringen en de effecten.

Figuur 5.2 Verandering van de netto vermogenspositie van Nederland, 1988-2008



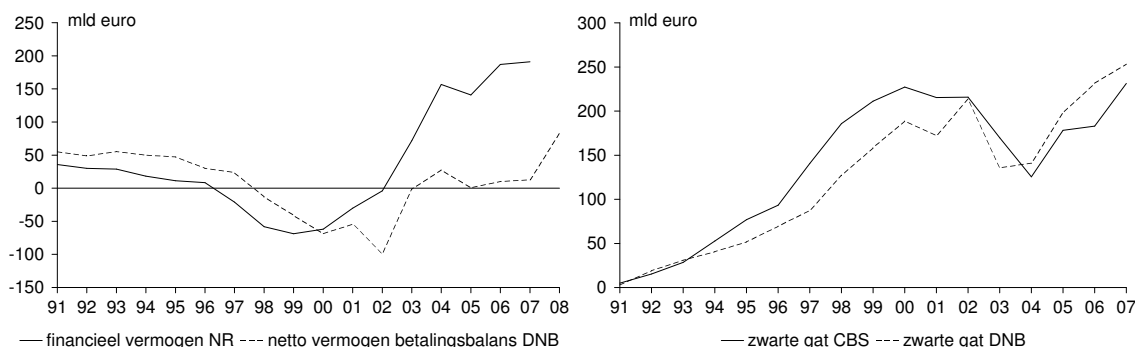
Voor de verschillende componenten is het saldo van de activa en de passiva kant weergegeven. Duidelijk is dat het saldo van de stromen in de meeste jaren positief is. Dit is een weerspiegeling van het feit dat Nederland in de meeste gevallen een spaaroverschot heeft. In dit opzicht is er in economisch opzicht niets bijzonders aan de hand. Het positieve saldo van de stromen wordt echter gecompenseerd door de grotere negatieve herwaarderings-effecten. De analyses in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op de statistieken van de externe vermogenspositie zoals die gepubliceerd worden door De Nederlandsche Bank. De cijfers van De Nederlandsche Bank zijn meer gedetailleerd dan de overeenkomstige cijfers uit de Nationale rekeningen. Bovendien zijn de beschikbare tijdreeksen voor de sectorrekeningen en de financiële balansen van de Nationale rekeningen minder lang.

Bij het samenstellen van de Nationale rekeningen wordt de betalingsbalans van De Nederlandsche Bank als bronmateriaal gebruikt. Het is dus niet zo dat de cijfers onafhankelijk van elkaar worden gemaakt. Toch zijn er verschillen in de cijfers. Bijlage A gaat iets dieper in op de oorzaken. Omdat bij veel macro-economische analyses van het CPB gebruik gemaakt wordt van de systematiek van de Nationale rekeningen is het zinvol te onderzoeken in hoeverre de vermogens in de Nationale rekeningen en in de cijfers van De Nederlandsche Bank overeen komen.

Een andere complicerende factor is de aanwezigheid van Bijzondere Financiële Instellingen (BFI's). Dit zijn aparte juridische entiteiten die vaak als enige taak hebben specifiek omschreven financiële transacties uit te voeren. Sinds de meest recente revisie zijn deze opgenomen in het systeem van de Nationale rekeningen, terwijl de betalingsbalans en de vermogensposities van De Nederlandsche Bank worden berekend inclusief en exclusief BFI's. Kenmerkend voor BFI's is dat de waarde van de uitgevoerde financiële transacties veel groter is dan de uiteindelijke waarde van de productie. Verder kunnen deze éénheden gemakkelijk en zonder veel kosten worden verplaatst naar een ander land. Het is daarom de vraag wat de vermogens die op de balans staan van deze Bijzondere Financiële Instellingen zeggen over het vermogen van een land. Daarom worden de BFI's in deze analyse over het algemeen buiten beschouwing gelaten, tenzij anders is vermeld. In bijlage B worden de verschillen van de vermogens- en betalingsbalans inclusief en exclusief BFI's meer gedetailleerd behandeld.

In figuur 5.3 zijn het financieel vermogen uit de Nationale rekeningen, het netto vermogen uit de vermogensbalans van DNB en het zwarte gat volgens de cijfers van de Nationale rekeningen en die van het DNB weergegeven. Hierbij wordt gestart vanuit het jaar 1991, omdat pas vanaf dat jaar de cijfers van de financiële balansen van de Nationale rekeningen beschikbaar zijn. Het plaatje lijkt te suggereren dat er voor 1991 geen sprake was van een zwart gat, maar dit is niet het geval. De figuur weerspiegelt de toename van het zwarte gat sinds dat jaar. Uit de analyse van Kusters (1997) blijkt dat ook eind jaren tachtig de herwaarderings-effecten al aanzienlijk waren.

Figuur 5.3 Netto vermogen (links) en het cumulatieve zwarte gat (rechts) volgens de Nationale rekeningen en de vermogensstatistiek van de DNB, 1991-2008



Het netto vermogen is berekend inclusief de Bijzondere Financiële Instellingen (BFI's) en exclusief de derivaten. Dit maakt voor het globale beeld weinig uit. Het netto vermogen van het CBS is berekend aan de hand van de financiële balansen van de sector buitenland uit de Nationale rekeningen 2007 (Tabel S.2.4). Omdat ook de verandering van het financieel vermogen van deze sector wordt weergegeven, die dus grosso modo overeenkomt met de ontwikkeling van het saldo op de lopende rekening, kan ook het zwarte gat volgens de Nationale rekeningen worden berekend. Deze kan vergeleken worden met het zwarte gat zoals dat volgt uit de vermogensstatistiek en betalingsbalans van De Nederlandsche Bank.

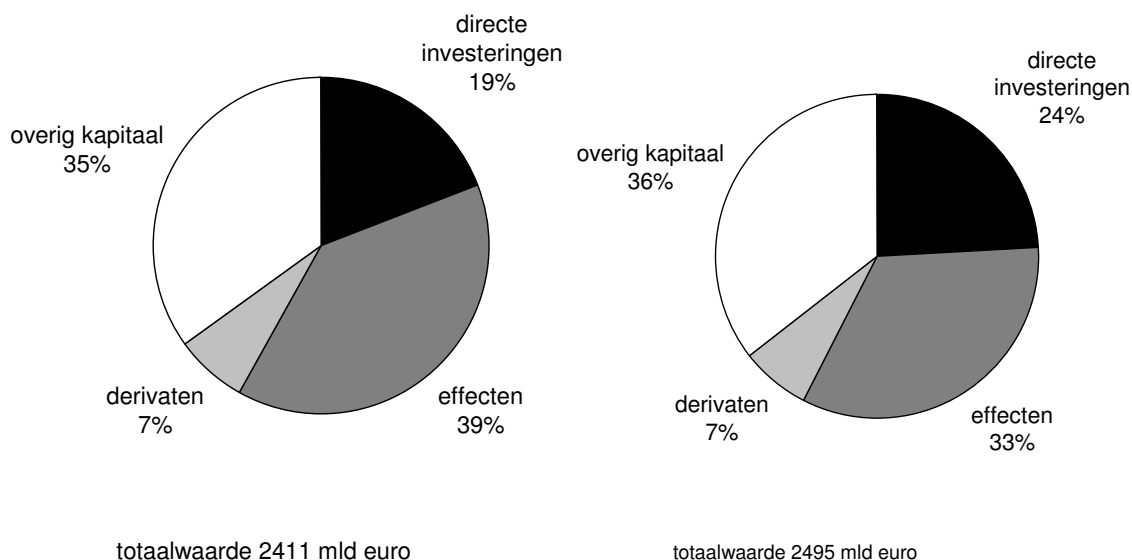
Wat opvalt is dat het externe vermogen in beide statistieken zeker de laatste jaren sterk uiteenloopt. Voor niet definitieve jaren van de Nationale rekeningen kan dit komen doordat nieuwe informatie beschikbaar is gekomen, die nog niet in de Nationale rekeningen is verwerkt. Verder speelt waarschijnlijk een rol dat met de Bijzondere Financiële Instellingen verschillend wordt omgegaan. Dit kan echter niet de hele verklaring zijn. Opvallend is wel dat de ontwikkeling van de externe vermogens redelijk lijkt te sporen, met uitzondering van het jaar 2002. Dit zou te maken kunnen hebben met incidentele afboekingen die in de Nationale rekeningen anders worden behandeld dan in de vermogensstatistieken.

Het zwarte gat voortoont in beide bronnen ongeveer dezelfde ontwikkeling. Uitzondering vormen de jaren 2006 en 2007, wat mogelijk komt door nieuwe informatie die nog niet in de Nationale rekeningen is verwerkt. Wel is het zwarte gat de laatste jaren volgens de Nationale rekeningen wat kleiner dan volgens de vermogensstatistieken. In de periode 1993-2002 was juist het omgekeerde het geval. Uit beide bronnen volgt echter dat het zwarte gat in de afgelopen twintig jaar aanzienlijk is. Na een sterke stijging in de tweede helft van de jaren negentig van de vorige eeuw, volgde een stabilisatie en daling in de periode 2001-2004. De laatste jaren neemt het zwarte gat echter weer toe. Ook valt af te leiden dat slechts in beperkte mate conclusies kunnen worden getrokken uit het niveau van de netto externe vermogenspositie, gezien het grote verschil tussen de cijfers van De Nederlandsche Bank en die van de Nationale rekeningen.

5.2 Posten van de betalingsbalans

Figuur 5.4 geeft het belang weer van de verschillende componenten van de betalingsbalans volgens de statistieken van De Nederlandsche Bank (exclusief BFI's). Duidelijk is het belang van effecten aan zowel de activa- als de passivakant. In deze sectie worden deze posten en vooral de herwaarderingseffecten meer gedetailleerd onderzocht.

Figuur 5.4 De onderdelen van de activa- (links) en passivakant (rechts) van de Nederlandse vermogensbalans, 2008



Bron DNB.

5.2.1 Directe investeringen

Er is sprake van een directe investering in het buitenland als een investeerder uit een ander land ten minste 10% bezit van het gewone aandelenkapitaal of van de stemrechten of het equivalent daarvan. Het gaat hierbij om een blijvend belang en om verkrijging van substantiële invloed in het management van de onderneming. Directe investeringen zijn opgebouwd uit aandelenkapitaal, deelnemingen in groepsmaatschappijen in het buitenland en kredietverlening.⁷ In 2008 bestond bijna een kwart van de Nederlandse bezittingen uit directe investeringen. Bij de schulden ligt het aandeel van de directe investeringen met 19% iets lager.

Tabel 5.1 geeft de standen weer van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland en de buitenlandse directe investeringen in Nederland. Met een decompositie kan worden onderzocht wat de oorzaken zijn van de veranderingen in de stand. De waarde van de directe investeringen kan veranderen door financiële mutaties of door herwaarderingseffecten. Deze

⁷ Dit is de definitie die het CBS hanteert voor de directe investeringen in het buitenland in de Nationale rekeningen (www.cbs.nl).

laatste kunnen worden berekend door de stromen van de mutaties van de stand af te trekken. De tabel laat duidelijk zien dat de herwaarderingen op Nederlandse bezittingen in het buitenland veel groter zijn dan de herwaarderingen van buitenlandse bezittingen in ons land. Cumulatief bedraagt het verschil in herwaarderingen tussen 1988 en 2008 ongeveer 108 mld euro.⁸

Tabel 5.1 Decompositie veranderingen stand directe investeringen, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	65,2	103,7	195,6	414,3	606,3
Mutatie stand		38,5	91,8	218,7	192,0
Stromen		54,0	108,3	265,7	241,6
Herwaardering		- 15,5	- 16,5	- 47,0	- 49,6
Buitenland in Nederland					
Stand	38,6	65,6	140,8	337,8	463,2
Mutatie stand		27,0	75,2	197,0	125,4
Stromen		31,1	70,7	211,3	132,2
Herwaardering		- 4,1	4,4	- 14,2	- 6,8

Bron: DNB.

5.2.2 Aandelen

Aandelen kunnen op eenzelfde manier geanalyseerd worden als de directe investeringen. Tabel 5.2 geeft aan in hoeverre de verandering van de stand wordt veroorzaakt door de financiële transacties en in welke mate door de herwaarderingen. Ook hier valt op dat de herwaarderingseffecten in het algemeen negatief uitvallen voor Nederland.

Tabel 5.2 Decompositie veranderingen stand aandelen, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	23,5	52,5	148,4	277,0	294,9
Mutatie stand		29,1	95,9	128,6	18,0
Stromen		13,2	42,3	130,4	82,6
Herwaardering		15,9	53,6	- 1,9	- 64,6
Buitenland in Nederland					
Stand	38,7	81,4	264,6	249,1	246,4
Mutatie stand		42,7	183,2	- 15,5	- 2,6
Stromen		0,6	4,7	62,6	11,4
Herwaardering		42,1	178,5	- 78,1	- 14,0

Bron: DNB.

⁸ Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de waarde van directe investeringen in 2008 gebaseerd is op voorlopige cijfers. In deze voorlopige cijfers is slechts in beperkte mate rekening gehouden met mogelijke afboekingen op buitenlandse investeringen. Dergelijke afboekingen zijn pas zichtbaar als bedrijven de jaarverslagen gereed hebben.

5.2.3 Obligaties

Naast aandelen bestaat het effectenbezit uit obligaties. Ook het bezit van obligaties is sterk toegenomen in de afgelopen 20 jaar, zoals tabel 5.3 laat zien. De herwaarderingseffecten zijn beduidend kleiner dan bij de directe investeringen en het aandelenbezit.

Tabel 5.3 Decompositie veranderingen stand obligaties, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	23,3	39,1	158,9	377,0	526,5
Mutatie stand		15,7	119,8	218,1	149,4
Stromen		14,3	94,9	223,0	165,2
Herwaardering		1,4	24,9	- 4,8	- 15,8
Buitenland in Nederland					
Stand	30,5	62,7	113,8	399,1	588,5
Mutatie stand		32,2	51,1	285,3	178,1
Stromen		23,3	44,4	281,5	223,4
Herwaardering		8,9	6,7	3,8	- 34,0

Bron: DNB.

Ook bij deze herwaarderingen kan weer gekeken worden naar de wisselkoerseffecten en naar de prijsveranderingen. Deze laatste hangen negatief samen met de ontwikkeling van de lange rente, het rendement op staatsobligaties.

5.2.4 Geldmarktpapier

Het geldmarktpapier is in vergelijking met de directe investeringen en de effecten een vrij kleine post op de betalingsbalans. Tabel 5.4 laat de herwaarderingen zien.

Tabel 5.4 Decompositie veranderingen stand geldmarktpapier, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	2,5	2,2	3,9	5,1	6,2
Mutatie stand		- 0,3	1,8	1,1	1,1
Stromen		- 0,3	- 1,9	- 1,1	- 33,9
Herwaardering		0,0	3,7	2,3	35,0
Buitenland in Nederland					
Stand	0,8	0,9	3,5	37,6	99,0
Mutatie stand		0,2	2,6	34,1	61,4
Stromen		0,2	7,6	22,5	43,9
Herwaardering		0,0	- 5,0	11,5	17,5

Bron: DNB.

5.2.5 Financiële derivaten

Financiële derivaten zijn instrumenten waarvan de waarde is afgeleid van de prijs van een ander effect, index of goed. Bij derivaten wordt in contracten vastgelegd wanneer en onder welke voorwaarden een transactie zal plaatsvinden. Derivaten zijn vooral een instrument om het risico van toekomstige prijsveranderingen in de onderliggende waarde tussen partijen te verschuiven.⁹ In de aard van de zaak zijn derivaten (a) toekomstgericht en (b) is de waarde nauw gerelateerd aan de waarde bij de andere posten van de betalingsbalans, bijvoorbeeld de effecten. Bovendien vindt er een verschuiving plaats tussen bijvoorbeeld de effecten en de derivaten als het recht wordt uitgeoefend. Door de uitbreiding van de kapitaalmarkten en de toenemende complexiteit is ook het gebruik van derivaten toegenomen. De sterk toegenomen waarde van de derivaten aan zowel de activakant als de passivakant van de vermogensbalans, onderstreept dit. Boonstra (2008) laat de derivaten verder buiten beschouwing in zijn analyse. Hiervoor zijn een aantal redenen. Ten eerste worden de derivaten pas sinds een aantal jaren opgenomen in de betalingsbalans. Ten tweede valt uit de informatie niet op te maken hoe de post derivaten is opgebouwd, waardoor veranderingen moeilijk kunnen worden geïnterpreteerd. Ten derde is de post per saldo ongeveer neutraal voor de berekening van het externe vermogen. In navolging van Boonstra zullen de derivaten in de analyse verder buiten beschouwing worden gelaten, tenzij anders wordt vermeld.

Tabel 5.5 Decompositie veranderingen stand derivaten, 1988-2008

	1988	1993	1999	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand			39,5	68,7	173,9
Mutatie stand				29,1	105,6
Stromen				- 375,8	- 581,6
Herwaardering				402,6	686,9
Buitenland in Nederland					
Stand			30,4	75,1	172,6
Mutatie stand				44,7	97,5
Stromen				- 392,1	- 597,2
Herwaardering				436,8	694,8

Bron: DNB.

⁹ DNB, 2003, 'Rentewaps drijven derivatenmarkt op', Statistisch Bulletin, september, blz. 19.

5.2.6 Overig kapitaal

Het overig kapitaal op de vermogensbalans van Nederland bestaat uit handelskrediet, leningen, valuta en buitenlandse rekeningen en overige activa. Deze laatste post bevat onder andere verplichtingen van de overheid uit hoofde van de deelnemingen van de overheid in internationale organisaties.

Handelskrediet

Deze post omvat zowel lang als kort handelskrediet. Het kortlopende handelskrediet wordt hierbij niet gemeten, maar geraamd aan de hand van de goederenstromen. Uit tabel 5.6 blijkt dat herwaarderingen bij deze post niet zo'n grote rol spelen.

Tabel 5.6 Decompositie veranderingen stand handelskrediet, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	10,0	11,6	17,9	22,2	31,4
Mutatie stand		1,6	6,3	4,2	9,2
Stromen		1,5	4,7	4,6	9,3
Herwaardering		0,1	1,7	- 0,5	- 0,1
Buitenland in Nederland					
Stand	6,0	6,9	11,1	14,6	20,4
Mutatie stand		1,0	4,1	3,6	5,8
Stromen		0,9	4,1	3,5	5,4
Herwaardering		0,0	- 0,0	0,0	0,4

Bron: DNB.

Leningen

De uitstaande leningen zijn zeker de laatste tien jaar sterk toegenomen. Dit geldt zowel voor de leningen aan het buitenland van Nederlandse bedrijven als leningen van buitenlanders aan Nederlandse bedrijven. Deze ontwikkeling is een weerspiegeling van de toegenomen economische integratie en internationale fusies. Steeds meer bedrijven zullen daardoor leningen of vorderingen hebben uitstaan bij bedrijven in het buitenland. Bovendien spelen banken vaak een belangrijke rol bij fusies van bedrijven. Aangezien het Nederlandse bankwezen een substantiële internationale rol speelt, draagt dit eveneens bij aan de stijging van de waarde van deze post. In 2005 liep ongeveer 70% van de Nederlandse leningen aan bedrijven via banken. Omgekeerd was het percentage lager. Ongeveer 55% van de buitenlandse leningen aan Nederland liep via banken.

Tabel 5.7 Decompositie veranderingen stand leningen, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	22,6	31,0	43,5	93,1	230,0
Mutatie stand		8,4	12,6	49,6	136,9
Stromen		10,3	10,9	50,1	116,1
Herwaardering		- 2,0	1,6	- 0,6	20,8
Buitenland in Nederland					
Stand	11,7	29,9	39,3	119,1	223,8
Mutatie stand		18,2	9,4	79,7	104,7
Stromen		19,2	10,4	81,6	83,1
Herwaardering		- 1,0	- 1,0	- 1,9	21,6

Bron: DNB.

Valuta en overige rekeningen

Van het overig kapitaal is dit verreweg de belangrijkste post aan zowel de activa- als de passivakant. Banken zijn de belangrijkste spelers bij deze post. Ongeveer 90% van de buitenlandse valuta en gelden op buitenlandse rekeningen is in het bezit van banken. Aan de passivakant gaat het aandeel van de banken zelfs richting de 100%.

Tabel 5.8 Decompositie veranderingen valuta en overige rekeningen, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	78,9	125,9	198,6	279,4	465,2
Mutatie stand		47,0	72,6	80,8	185,8
Stromen		54,4	65,0	135,8	207,3
Herwaardering		- 7,4	7,6	- 55,0	- 21,5
Buitenland in Nederland					
Stand	88,9	122,1	247,4	342,9	523,2
Mutatie stand		33,2	125,3	95,5	180,3
Stromen		40,8	130,8	130,1	229,7
Herwaardering		- 7,6	- 5,5	- 34,6	- 49,5

Bron: DNB.

De herwaarderingen spelen hier weer een grotere rol dan bij bijvoorbeeld de derivaten en de leningen. Vooral in de jaren rond de eeuwwisseling was er sprake van een forse negatieve herwaardering aan zowel de activakant als aan de passivakant. Uiteraard worden deze herwaarderingen vooral veroorzaakt door veranderingen in de wisselkoers. Vooral de waarde van de dollar ten opzichte van de euro speelt hier een rol. De actieve transacties betreffen hierbij waarschijnlijk grotendeels eurotransacties aan de VS en de passieve waarschijnlijk dollartransacties van de VS aan Nederland.

Sinds het einde van de jaren negentig en met name in de laatste vijf jaar zijn de stromen bij deze post in waarde sterk toegenomen. De cumulatieve veranderingen maskeren dit nog enigszins, omdat er ook jaren zijn waarin de leningen in waarde afnemen. Door de kredietcrisis in 2008 hebben zowel Nederlandse als buitenlandse banken massaal hun leningen in het buitenland teruggetrokken. In het vierde kwartaal ging het voor Nederlandse banken om een bedrag van 150 mld euro, voor buitenlandse om een bedrag van 235 mld euro.

Overige activa

De overige activa en passiva omvatten onder andere vorderingen en verplichtingen uit hoofde van de deelnemingen van de overheid in internationale organisaties. Deze posten zijn relatief klein vergeleken met de directe investeringen, effecten en de valuta en buitenlandse rekeningen.

Tabel 5.9	Decompositie veranderingen stand overige activa, 1988-2008				
	1988	1993	1998	2003	2008
	mld euro				
Nederland in het buitenland					
Stand	14,2	22,8	25,3	31,4	140,5
Mutatie stand		8,6	2,5	6,1	109,1
Stromen		5,2	2,4	6,4	106,4
Herwaardering		3,4	0,1	- 0,2	2,6
Buitenland in Nederland					
Stand	7,1	14,2	13,0	18,2	74,6
Mutatie stand		7,1	- 1,2	5,2	56,5
Stromen		5,1	4,2	- 9,1	19,7
Herwaardering		1,9	- 5,4	14,3	36,8

Bron: DNB.

Opvallend zijn de grote herwaarderingen aan met name de passivakant. Dit komt vooral door uitschieters in een aantal jaren (2003 en 2006).

5.3 Belang determinanten zwarte gat voor Nederland

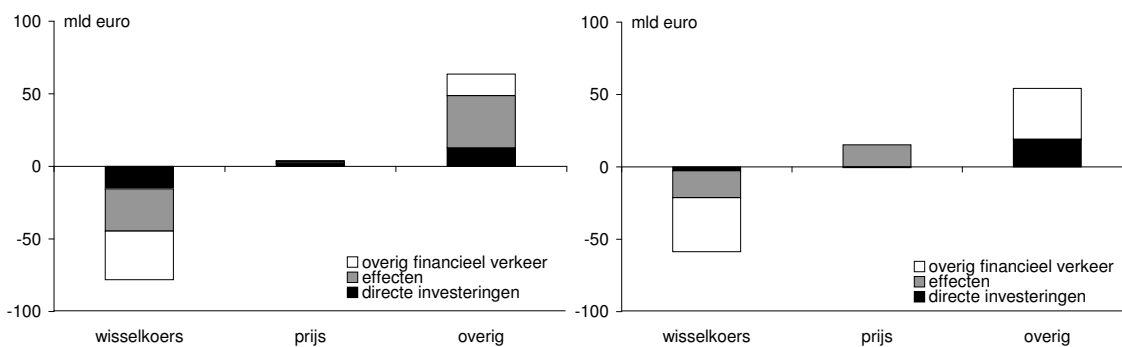
In hoofdstuk 4 werden enkele determinanten genoemd die de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van een land bepalen. Hoe belangrijk zijn de verschillende determinanten bij het ontstaan van het Nederlandse zwarte gat? Helaas is het bijzonder lastig hierop een éénduidig antwoord te geven. Voor een nauwkeurig antwoord moeten de belangrijkste posten worden uitgesplitst naar land van herkomst. Bovendien moet de prijs- en wisselkoersontwikkeling van elke post in ieder land worden bepaald. Het zal duidelijk zijn dat dit een bewerkelijke exercitie is. De Nederlandsche Bank publiceert sinds kort een tabel in het Statistisch Bulletin waarin het valuta-effect, het prijseffect en de overige mutaties worden berekend. Deze reeks is echter slechts voor een beperkt aantal jaren beschikbaar. Niet duidelijk is of deze berekeningen voor

een langere periode kunnen worden gemaakt. Als langere reeksen kunnen worden gemaakt, dan is het mogelijk om econometrisch nauwkeuriger vast te stellen wat het belang is van de componenten.

Omdat gedetailleerde informatie niet beschikbaar is, kan alleen een indicatie van het belang van de effecten worden verkregen. Grafiek 5.5 is gebaseerd op de gegevens van De Nederlandsche Bank (2008) en geeft het wisselkoers-, het prijseffect, en het effect van overige mutaties in miljarden euro's voor de verschillende vermogenscomponenten in 2007. Duidelijk is dat in 2007 vooral de wisselkoersen en overige mutaties een belangrijke verklaring vormen.

Opvallend is dat ook bij de effecten sprake is van overige mutaties. Deze kunnen het gevolg zijn van afschrijvingen op schuldpapier (debiteurenrisico) of van herclassificaties, bijvoorbeeld wanneer de grens van 10% aandelenbezit wordt overschreden en het effectenbezit gekarakteriseerd moet worden als een directe investering.

Figuur 5.5 Belang van de effecten voor de belangrijkste vermogenscomponenten aan de activakant (links) en passivakant (rechts), 2007



Figuur 5.5 laat het effect zien voor een bepaald jaar. Dit resultaat wordt sterk beïnvloed door de ontwikkeling van de valuta- en wisselkoersen in dat jaar. Voor de directe investeringen is het mogelijk het effect van de wisselkoersen voor een langere reeks van jaren te bepalen. Figuur 5.6 geeft de herwaardering van de directe investeringen van Nederland in het buitenland uit hoofde van wisselkoersfluctuaties¹⁰ en overige mutaties. Met name sinds de tweede helft van de jaren negentig worden de fluctuaties steeds forser. Dit komt natuurlijk ook doordat de grondslagen steeds groter worden. Opvallend zijn ook de grote negatieve overige herwaarderingen. In die jaren werd er veel door Nederlandse multinationals in het buitenland geïnvesteerd,

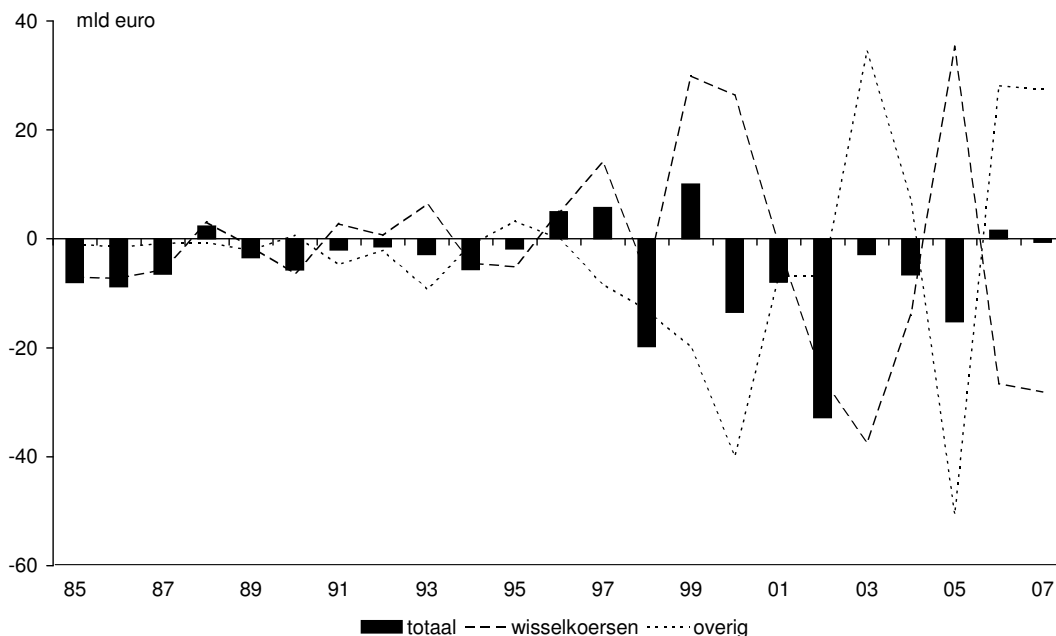
¹⁰ Om de gevolgen van de wisselkoersfluctuaties te berekenen is het noodzakelijk informatie te hebben over de geografische spreiding van het buitenlandse vermogen van Nederlanders. Dergelijke informatie is alleen voor de directe investeringen beschikbaar. Het wisselkoerseffect is grof gezegd berekend door de fluctuatie van de wisselkoersen ten opzichte van de euro/gulden te vermenigvuldigen met de waarde van de investeringen in landen een jaar eerder. In de praktijk betekent dit dat de laatste jaren vooral rekening is gehouden met de Amerikaanse dollar, het Britse pond, de Japanse Yen en de Zwitserse Frank. Daarbij komt dat de waarde van sommige valuta is gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. In de berekeningen zijn daarom de investeringen in niet-westerse landen gekoppeld aan de fluctuaties van de Amerikaanse dollar.

waarschijnlijk met afboekingen op betaalde goodwill als gevolg. Voor latere jaren spelen ook incidentele wijzigingen bij multinationals en misschien gewijzigde rapportagemethoden een rol.

Het valt op dat de overige herwaarderingen en de herwaarderingen voortvloeiende uit wisselkoersveranderingen elkaars spiegelbeeld zijn. Dit wijst erop dat de wisselkoersfluctuaties niet volledig worden verrekend in de waarde van de directe investeringen. Dit kan komen doordat benaderingen zijn gebruikt om het wisselkoerseffect te berekenen. Verder kunnen bedrijven zich verzekeren tegen wisselkoersfluctuaties, waardoor de waarde van de directe investeringen minder verandert dan op grond van de wisselkoersen zou worden verwacht.

Uit deze analyses blijkt dat een groot deel van de overige mutaties kan worden verklaard door de ontwikkelingen van de wisselkoersen en de prijsfluctuaties. Deze laatste kunnen weer grotendeels gerelateerd worden aan de ontwikkelingen van de rente en de beurskoersen. Bijna 30%¹¹ van de fluctuaties in de waarde van de Nederlandse bezittingen in het buitenland in de periode 2005-2007 is te wijten aan overige factoren. Deze zijn moeilijk economisch te duiden. Voor veel jaren kunnen deze overige fluctuaties waarschijnlijk worden toegerekend aan een afwijkende ontwikkeling bij enkele grote multinationals, zoals afboekingen op UMTS-investeringen, op te hoog gewaardeerde oliereserves etc. Verder blijkt uit de cijfers dat het aandeel van de overige mutaties sterk kan verschillen tussen jaren. In 2007 bedroeg het aandeel ruim 40%, terwijl in de overige twee jaren het percentage iets hoger lag dan 20%.

Figuur 5.6 Herwaarderingen directe investeringen van Nederland in het buitenland, 1985-2007



¹¹ Dit percentage is het aandeel van de absolute waarde van het effect van de overige fluctuaties in de som van de absolute waarde van de effecten van wisselkoers-, prijs-, en overige fluctuaties. Hierbij is alleen gekeken naar de directe investeringen, de effecten en de buitenlandse valuta en geld op buitenlandse rekeningen.

5.4 Inkomsten uit vermogens

In de vorige paragraaf is gekeken naar de financiële stromen en de standen van de externe vermogens. De verschillende vermogens genereren inkomsten die bijdragen aan het saldo primaire inkomens van een land. Deze inkomsten worden geregistreerd op de betalingsbalans. Op basis van de inkomstengegevens van de betalingsbalans en de cijfers van de externe vermogenspositie kan het rendement van de beleggingen in het buitenland worden berekend. Wel zijn ook de cijfers over de inkomensstromen van de betalingsbalans met de nodige onzekerheden omgeven. Vanwege het belastingregime is het bijvoorbeeld voor bedrijven niet gunstig hun winsten in de Verenigde Staten te laten neer slaan (Gros 2006a, 2006b). Dit houdt in dat de berekende rendementen, zeker als naar specifieke deelposten wordt gekeken, een vertekend beeld kunnen geven. Kozlow en Abaroa (2006) laten bijvoorbeeld zien dat specifiek beleid in de Verenigde Staten om de werkgelegenheid te stimuleren in 2005 heeft geleid tot het terugsluizen van dividenden van buitenlandse dochters aan hun moederbedrijven in de Verenigde Staten. De rendementsberekeningen hebben vooral een indicatief karakter.

Tabel 5.10 Rendementen Nederlands vermogen in het buitenland, 1988-2008

	1988	1993	1998	2003	2008
Standen	mld euro				
Directe investeringen	65,2	103,7	195,6	414,3	606,3
Aandelen	23,5	52,5	148,4	277,0	294,9
Schuldpapieren	23,3	39,1	158,9	377,0	526,5
Inkomsten (cumulatief)		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		31,1	52,1	96,0	237,8
Aandelen		2,9	7,6	12,1	37,0
Schuldpapier		11,4	25,5	54,5	96,6
Herwaarderingen		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		- 15,5	- 16,5	- 47,0	- 49,6
Aandelen		15,9	53,6	- 1,9	- 64,6
Schuldpapier		1,4	24,9	- 4,8	- 15,8
Rendement		gemiddelde over periode in %			
		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		7,5	7,4	6,0	8,7
Aandelen		1,8	1,8	1,0	2,0
Schuldpapier		8,2	7,3	4,1	3,8
Rendement incl. herwaardering		gemiddelde over periode in %			
		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		3,7	5,3	3,7	7,3
Aandelen		9,6	12,8	2,0	- 1,4
Schuldpapier		9,0	14,0	3,9	4,7

Tabel 5.10 geeft een overzicht van de rendementen van drie belangrijke posten van het Nederlandse vermogen in het buitenland. Het gaat om de directe investeringen in het buitenland, het Nederlandse bezit van buitenlandse aandelen en het Nederlandse bezit van schuldpapier (obligaties en geldmarktpapier).

Tabel 5.11 Rendementen vermogen van buitenland in Nederland, 1988-2008					
	1988	1993	1998	2003	2008
Standen	mld euro				
Directe investeringen	38,6	65,6	140,8	337,8	463,2
Aandelen	38,7	81,4	264,6	249,1	246,4
Schuldpapieren	30,5	62,7	113,8	399,1	588,5
Inkomsten (cumulatief)		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		25,3	36,1	60,0	135,3
Aandelen		8,6	13,2	29,7	61,5
Schuldpapier		15,1	25,0	60,6	108,3
Herwaarderingen		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		- 4,1	4,4	- 14,2	- 6,8
Aandelen		42,1	178,5	- 78,1	- 14,0
Schuldpapier		8,9	6,7	3,8	- 34,0
Rendement		gemiddelde over periode in %			
		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		9,8	7,5	4,8	6,7
Aandelen		3,6	2,0	1,9	3,2
Schuldpapier		7,0	6,8	4,7	3,8
Rendement incl. herwaardering		gemiddelde over periode in %			
		88-93	93-98	98-03	03-08
Directe investeringen		8,2	8,9	4,7	6,5
Aandelen		20,0	25,0	- 3,0	1,7
Schuldpapier		10,4	6,7	5,5	3,4

Tabel 5.11 geeft het rendement van dezelfde posten, maar dan van de buitenlandse beleggingen in Nederland. De verschillen tussen de twee tabellen zijn interessant in het kader van de discussie over het zwarte gat.

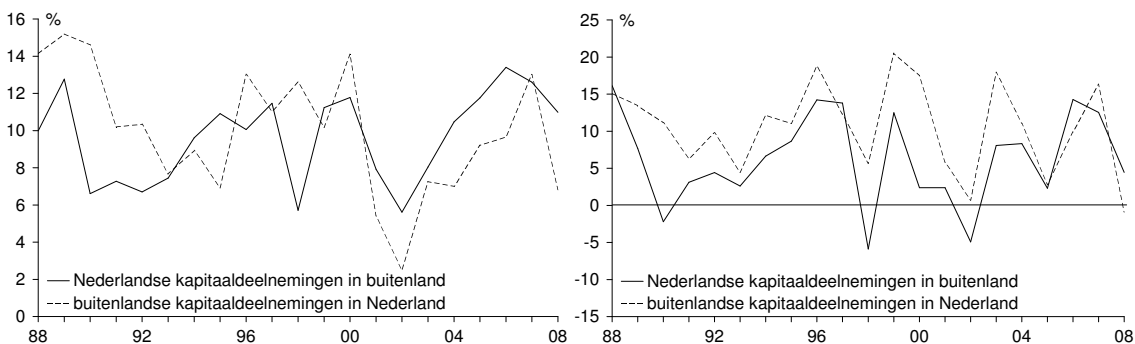
Het rendement van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland is, als afgezien wordt van herwaarderingseffecten, redelijk stabiel. Gemiddeld is het rendement de afgelopen 20 jaar 7,4%. Als de herwaarderingseffecten worden meegenomen, ligt het rendement lager en komt gemiddeld uit op 5,0%. In het algemeen is bij Nederlandse investeringen in het buitenland sprake van negatieve herwaarderingen. De laatste jaren speelt vooral het wisselkoerseffect hierin een belangrijke rol, in het verleden speelde ook dat betaalde goodwill door Nederlandse bedrijven over het algemeen in één keer werd afgeschreven.

Als de directe investeringen van Nederland in het buitenland worden vergeleken met die van het buitenland in Nederland vallen twee dingen op. Ten eerste is er voor de buitenlandse investeringen in Nederland sprake van een opvallende daling van het rendement sinds 1998. Het rendement is nu lager dan dat van Nederlandse investeringen in het buitenland. Dit geldt ook als rekening wordt gehouden met herwaarderingseffecten. Ten tweede is het effect van herwaarderings effecten veel minder systematisch. Dit wijst er vermoedelijk op dat de waarderingmethode van de verschillende activa verschilt.

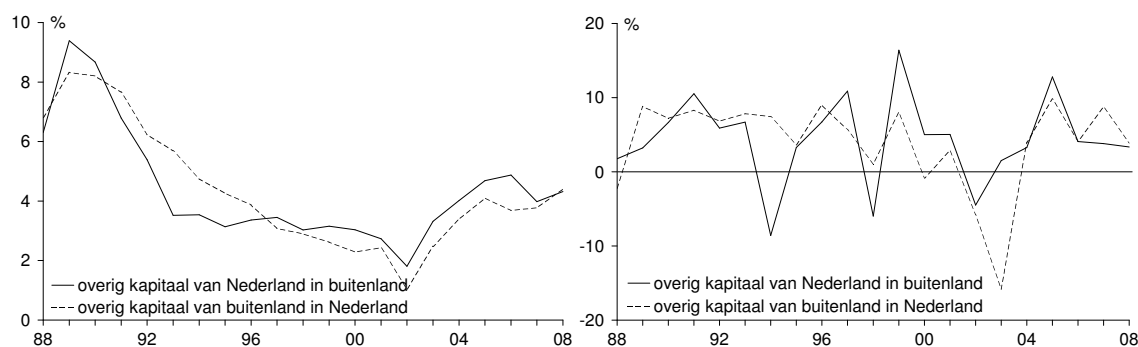
De inkomsten van de directe investeringen bestaan uit ingehouden winsten, uitgekeerde winsten en rente-inkomsten op overige directe investeringen (met name intra-concernleningen en rekening couranttegoeden). Dit zijn nogal verschillende aspecten. De eerste twee elementen geven meer de winstgevendheid van de bedrijfsactiviteiten van de buitenlandse investeringen weer, terwijl de laatste meer zegt over de financieringsactiviteiten. Verwacht mag worden dat de winsten van dit laatste element meer afhangen van de renteontwikkelingen.

De figuren 5.7 en 5.8 laten de rendementen van de verschillende elementen zien inclusief en exclusief herwaarderings effecten. De rendementen van de kapitaaldeelnames laten een veel heftiger ontwikkeling zien dan het rendement op overige directe investeringen. Als afgezien wordt van herwaarderings effecten, volgt het rendement van het overige kapitaal min of meer de renteontwikkelingen. Herwaarderings effecten compliceren het beeld. Als niet gekeken wordt naar herwaarderings effecten, is het rendement op Nederlandse kapitaaldeelnames in het buitenland in het algemeen groter dan het rendement van buitenlandse kapitaaldeelnames in Nederlandse bedrijven. Dit beeld is omgekeerd als ook de herwaarderings effecten worden meegenomen.

Figuur 5.7 Rendement kapitaaldeelnames exclusief (links) en inclusief (rechts) herwaarderings effecten, 1988-2008



Figuur 5.8 Rendement overige directe investeringen exclusief (links) en inclusief (rechts) herwaarderingen, 1988-2008

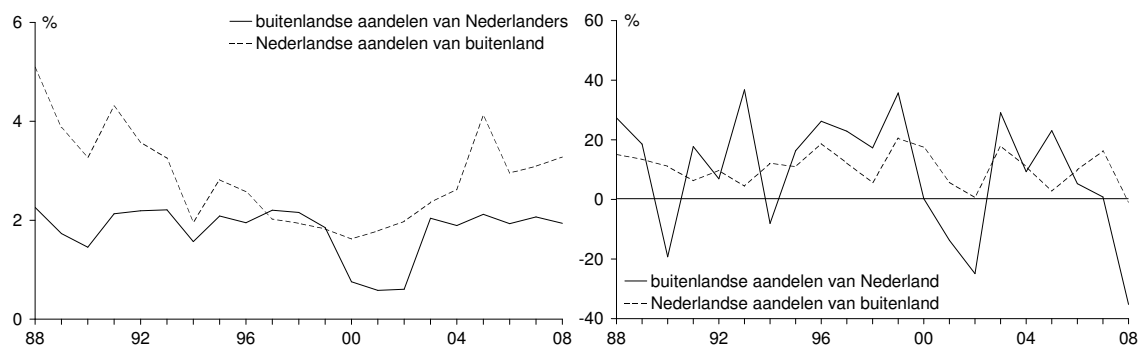


In 2003 gebeurt iets merkwaardigs. Voor buitenlandse kapitaaldeelnemingen in Nederland is sprake van een groot positief herwaarderingseffect. Daar staat tegenover dat er bij het overig kapitaal (investeringskredieten) sprake is van een forse negatieve herwaardering. Deze verschuivingen hebben te maken met de overgang op een nieuwe methode om de betalingsbalansstatistiek samen te stellen (DNB 2004) en zijn dus vooral statistisch van aard.

Dit voorbeeld laat enerzijds zien dat de herwaarderingseffecten, en dus de vermogensstatistieken, extra informatie kunnen geven over economische ontwikkelingen die onderbelicht blijven als alleen wordt gekeken naar de inkomensstromen. Aan de andere kant is het heel erg lastig om dergelijke fluctuaties te interpreteren. Er moet eigenlijk altijd worden bekeken of een dergelijke schok niet ergens anders op de vermogensbalans wordt gecompenseerd. Dit maakt een analyse aanmerkelijk lastiger.

Het dividendrendement op aandelenbezit is beduidend lager dan het rendement op directe investeringen. Dit geldt zowel voor het Nederlandse bezit van buitenlandse aandelen als voor het buitenlandse bezit van Nederlandse aandelen. Het gaat hierbij om de dividenduitkeringen na aftrek van de belastingen als percentage van het aandelenbezit.

Figuur 5.9 Rendement op aandelenbezit exclusief (links) en inclusief (rechts) herwaarderingen, 1988-2008

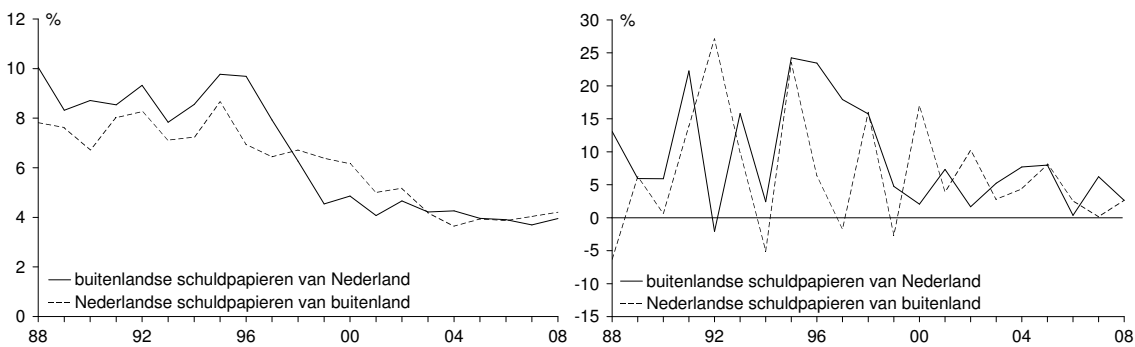


Opvallend is ook dat deze rendementen vrij stabiel zijn in de loop van de tijd als afgezien wordt van de fluctuaties van de beurskoersen. Als deze wel worden meegenomen in de berekeningen is het rendement hoger, maar zijn de schommelingen ook aanzienlijk. Als gekeken wordt naar de jaarcijfers is het effect nog sterker (figuur 5.9).

Het dividendrendement dat buitenlanders behalen op Nederlandse aandelen is in het algemeen hoger dan dat van Nederlandse bedrijven op buitenlandse aandelen. Hierbij moet worden opgemerkt dat het buitenlandse aandelenbezit voor een groot deel is geconcentreerd bij een klein aantal Nederlandse multinationals. Van sommige van deze multinationals is bekend dat zij relatief veel dividend uitkeren (Kusters 1997). Het verschil zegt dus meer iets over het specifieke beleid van enkele multinationals dan over de winstgevendheid van het beleggen in buitenlandse aandelen.

De rendementen op schuldpapier liggen over het algemeen ruim boven die op aandelen. Het rendement van buitenlandse obligaties van Nederlanders is de laatste jaren nagenoeg gelijk aan die van Nederlandse obligaties van buitenlanders. Tot eind jaren negentig lag het rendement van buitenlandse obligaties van Nederlanders nog substantieel hoger. De ontwikkelingen weerspiegelen de renteontwikkelingen in Nederland en het buitenland. Sinds de liberalisering van de kapitaalmarkten en de introductie van de euro volgt de Nederlandse rente steeds meer die in het buitenland. Als afgezien wordt van herwaarderingseffecten zullen derhalve ook de rendementen naar elkaar toegroeien. Figuur 5.10 laat de rendementen op schuldpapier op jaarbasis zien inclusief en exclusief herwaarderings. Duidelijk is dat deze herwaarderings, die samenhangen met de koersindex van obligaties, sterke schommelingen kunnen vertonen.

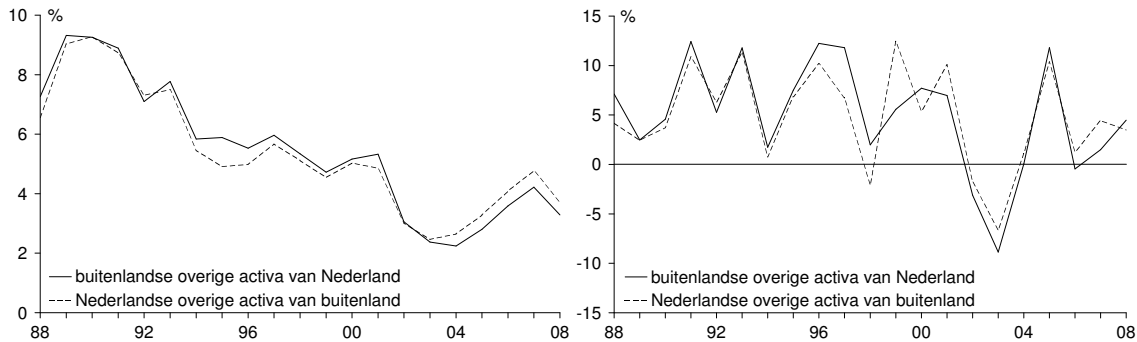
Figuur 5.10 Rendement op schuldpapieren exclusief (links) en inclusief (rechts) herwaarderings, 1988-2008



Naast directe investeringen, aandelen en schuldpapieren bestaat het externe vermogen ook nog uit andere activa. Verreweg het belangrijkste deel hiervan bestaat uit valuta en buitenlandse rekeningen. Ook van deze overige activa kan een rendement berekend worden. Deze zijn weergegeven in figuur 5.11. Hierbij zijn de derivaten buiten beschouwing gelaten, omdat deze reeksen voor een beperkt aantal jaren beschikbaar zijn en zeer specifieke producten zijn. De

rendementen zijn nagenoeg aan elkaar gelijk. Dit geldt zowel voor de rendementen inclusief als exclusief de herwaarderingsseffecten.

Figuur 5.11 Rendement op overige activa exclusief (links) en inclusief (rechts) herwaarderingsseffecten, 1988-2008



Over het algemeen kan geconcludeerd de rendementsverschillen tussen Nederlandse investeringen in het buitenland en buitenlandse investeringen in Nederland in de periode 1988-2008 gemiddeld niet groot zijn. Als er al verschillen zijn, dan lijkt dit eerder het gevolg van specifieke ontwikkelingen in een bepaald bedrijf of in een bepaald land dan dat het iets zegt over de winstgevendheid van investeringen in het buitenland. Het meenemen van herwaarderingsseffecten in de rendementsberekeningen verschaft extra informatie, maar vergroot ook de jaarlijkse fluctuaties, wat de interpretatie van de cijfers bemoeilijkt.

5.5 Conclusies beschrijvende analyses

Uit de beschrijvende analyses kunnen de volgende conclusies worden getrokken:

1. Bij het analyseren van de vermogenspositie van Nederland zijn vooral de directe investeringen, de effecten (aandelen en obligaties) en de buitenlandse valuta en rekeningen interessant. Dit zijn verreweg de grootste posten.
2. Een lastig punt bij het analyseren van de vermogensposities vormen de verschuivingen in de vermogensportefeuille. Positieve uitschieters bij bijvoorbeeld de directe investeringen kunnen een negatieve tegenhanger hebben bij bijvoorbeeld de effecten. Met name de derivaten zijn in dit opzicht een lastige post. Hieruit volgt dat bij een analyse van de verschillende vermogenstitels ook altijd het totaalbeeld in de gaten moet worden gehouden.
3. De herwaarderingsseffecten kunnen niet volledig worden verklaard uit prijs- en wisselkoersfluctuaties. Deze overige mutaties zijn interessant, maar wel lastig te interpreteren. Het residu heeft bij de verschillende vermogenstitels waarschijnlijk andere oorzaken. Bij de directe investeringen kan het residu mogelijk verklaard worden door de afboeking op betaalde goodwill. Bij aandelen en obligaties kunnen de overige mutaties ontstaan door afschrijvingen op schuldpapier of herclassificaties. Ten slotte kunnen allerlei incidentele factoren, veroorzaakt door overnames

van grote multinationals of veranderingen van definities een rol spelen. Normaal gesproken vertalen deze dingen zich in plotselinge uitbijters in de herwaarderingen.

4. De rendementen van Nederlandse vermogens in het buitenland enerzijds en Nederlands vermogen in het bezit van buitenlanders anderzijds verschillen zeker de laatste jaren niet veel. In dit opzicht kan niet gezegd worden dat Nederlanders slechtere beleggers zijn dan buitenlanders en dat zij beter in eigen land hadden kunnen investeren. Bij de effecten is het dividendrendement van het Nederlandse vermogen dat in het bezit is van buitenlanders hoger. Dit kan voor een groot deel verklaard worden door de relatief hoge dividenduitkering van enkele Nederlandse multinationals.

6 Consequenties

Wat zijn nu de economische consequenties van het zwarte gat? Getracht wordt hier inzicht in te krijgen door enkele concrete vraagstukken te onderzoeken. Vervolgens worden enkele algemene punten genoemd die nader moeten worden onderzocht om zinvolle uitspraken te kunnen doen over de economische consequenties van het zwarte gat.

6.1 Algemene overwegingen

We zagen in hoofdstuk 3 dat het zwarte gat veroorzaakt kan worden door wisselkoersfluctuaties, prijsfluctuaties, overige economische factoren en statistische oorzaken. Afhankelijk van deze factoren moet het zwarte gat anders worden geïnterpreteerd. Meer concreet gelden bij de verschillende factoren de volgende overwegingen:

1. De oorzaken van het zwarte gat zijn in principe weinig mysterieus. Een groot deel kan verklaard worden door wisselkoers- en prijseffecten. Lastig punt is in specifieke gevallen te bepalen of en in welke mate dergelijke ontwikkelingen structureel zijn en economisch zijn te duiden. Dit beperkt de bruikbaarheid van het conceptuele begrip ‘zwart gat’ voor economische beleidsanalyses.
2. Prijs- en valuta-effecten zijn te beschouwen als ‘holding gains or losses’. Deze worden traditioneel niet meegenomen in de productierekeningen van de Nationale rekeningen, omdat zij niet gerelateerd zijn aan de inzet van productiefactoren. Eén en ander houdt in dat economisch gezien alleen dat deel van het zwarte gat relevant is dat effecten heeft op de reële economie.
3. Een land kan extra import financieren door in te teren op het buitenlandse vermogen. Als de ‘holding gains’ worden verzilverd, dan kunnen deze welvaartseffecten hebben en gevolgen voor de gevoeligheid van de economie voor monetair beleid (Tille 2005). Vermogensverliezen kunnen ertoe leiden dat op macroniveau meer wordt gespaard, wat bij gelijkblijvende binnenlandse investeringen inhoudt dat een land ten opzichte van de invoer meer gaat exporteren.¹²
4. Een lastig punt in de analyse is in welke mate de ‘holding gains’ worden verzilverd en of de holding losses ook daadwerkelijk als verliezen moeten worden geboekt. Zolang de buitenlandse bezittingen niet daadwerkelijk worden verkocht, bestaan de veranderingen alleen op papier.

¹² Door de kredietcrisis zijn in 2008 veel landen geconfronteerd met een afname van de waarde van de bezittingen in het buitenland. Een aantal zaken valt hierover op te merken. Ten eerste nemen zowel de bezittingen als de schulden van een land in waarde af. De invloed van de financiële crisis op de netto vermogenspositie is derhalve niet eenduidig. Het kan best zijn dat de externe vermogenspositie van een land door de financiële crisis verbetert. Het is onduidelijk hoe onder dergelijke omstandigheden een verbetering moet worden geïnterpreteerd. Verder is de export van het ene land de import van een ander land. Het is dus onmogelijk dat alle landen tegelijkertijd vermogensverliezen opvangen door meer te exporteren. Landen zouden kunnen proberen om, bijvoorbeeld via protectionistische maatregelen, hun externe vermogenspositie te verbeteren ten koste van andere landen, met allerlei negatieve terugkoppelingsmechanismen van dien.

Daar komt bij dat bedrijven zich vaak indekken tegen wisselkoersfluctuaties. De reële effecten worden hierdoor moeilijk in te schatten.

5. Zowel de wisselkoersen als de prijseffecten zijn in de aard van de zaak lastig te voorspellen. Op dit moment is er geen methode die de wisselkoersen beter voorspelt dan alle andere (Cheung, Chinn en Pascual 2005). Dit maakt dat het zwarte gat vooral door technische rekenregels en aan de hand van scenario's moet worden geanalyseerd.
6. Omdat prijs- en valuta-effecten de belangrijkste oorzaken zijn van het zwarte gat, zijn vooral de langetermijnevenwichten van de wisselkoersen en de prijzen van financiële titels interessant. Een belangrijke vraag is of in een langetermijnevenwicht sprake kan zijn van een zwart gat en zo ja of dit invloed heeft op dat evenwicht.
7. Voor de statistische factoren geldt dat zij moeilijk kunnen worden meegenomen in een economische analyse. In dit geval zal vooral onderzocht moeten worden hoe deze witte plekken op de statistische kaart beter ingevuld kunnen worden.

6.2 Concrete vragen

In hoeverre moet het bestaan van het zwarte gat consequenties hebben voor het economisch beleid? Boonstra (2003, 2008) geeft een aantal beleidsterreinen waar de ontwikkeling van het externe vermogen een rol zou kunnen spelen.

Is het saldo op de lopende rekening een relevante beleidsvariabele?

Boonstra (2008) merkt op dat het saldo op de lopende rekening steeds minder informatie geeft over de werkelijke ontwikkeling van de vermogens. Boonstra pleit voor een nieuwe betalingsbalansopstelling, waarbij ook de vermogenseffecten worden meegenomen. Deze opstelling is vergelijkbaar met de manier zoals nu de financiële balansen van de Nationale rekeningen worden opgesteld.

Voor de beoordeling van de financiële kwetsbaarheid van een land heeft Boonstra zeker een punt. Zeker op korte termijn verschaft het saldo op de lopende rekening onvoldoende informatie. De vraag is wel hoe prijs- en valutaschommelingen moeten worden gemodelleerd. Prijzen kunnen sterk fluctueren. Bovendien zijn deze fluctuaties niet altijd gerelateerd aan ontwikkelingen in de reële economie. Ten slotte zijn er op dit moment geen methoden om wisselkoersfluctuaties en beurskoersen met enige mate van nauwkeurigheid te voorspellen.

In de praktijk kan een nieuwe betalingsbalansopstelling vooral zinvol zijn als monitoringsinstrument. Plotselinge schommelingen in het vermogen kunnen dan worden verklaard. Beargumenteerd kan worden waarom bepaalde onevenwichtigheden van de betalingsbalansen en wisselkoersen langere tijd blijven bestaan. Mogelijk kan een dergelijk instrument ook dienen om de financiële kwetsbaarheid van een land te onderzoeken. Immers, een land kan kwetsbaar zijn als een positief extern vermogen vooral wordt bereikt door vermogenswinsten.

Dempen vermogensposities de gevolgen van betalingsbalansonevenwichtigheden?

De afgelopen jaren zijn de vermogensposities gebruikt als verklaring waarom de betalingsbalansonevenwichtigheden in stand worden gehouden en de aanpassing van de wisselkoersen op zich laat wachten.¹³ In het verleden opgebouwde vermogensposities kunnen worden gebruikt om tekorten op de handelsbalans te financieren. Als de vermogensposities door prijsfluctuaties sterk verbeteren zou dit zelfs kunnen zonder dat de externe vermogenspositie verslechtert. Dit is vergelijkbaar met huishoudens die vermogenswinsten aanwenden voor consumptieve bestedingen. Aanhoudende tekorten op de betalingsbalans betekenen in dat geval niet dat de financiële positie van een land wordt uitgehold.

Het is ontegenzeggelijk waar dat bij een evaluatie van de wisselkoersen en vooral de betalingsbalansonevenwichtigheden de vermogenspositie in de analyse moet worden meegenomen. Wel past hierbij de kanttekening dat vermogenswinsten als gevolg van valutaontwikkelingen en beurskoersfluctuaties snel kunnen verdampen, zoals de ontwikkelingen in 2008 hebben laten zien. Er zijn ook heel goed situaties denkbaar dat de vermogensposities de problematiek versterken, bijvoorbeeld als landen veel bezittingen in Amerikaanse dollars hebben. Een daling van de dollarkoers leidt dan tot een verslechtering van de vermogenspositie van die landen die ze zouden kunnen opvangen met een grotere export. Het vergroten van de export wordt echter bemoeilijkt door de waardedaling van de dollar.

De kredietcrisis en de daaropvolgende sterke wereldwijde daling van de beurskoersen hebben ervoor gezorgd dat aandelen wereldwijd minder waard zijn geworden. Dit houdt in dat landen waarbij aandelen een relatief groot aandeel van de activa vormen (vergeleken met de passivakant) kampen met negatieve herwaarderingseffecten, ofwel een groter wordend zwart gat. Voor landen met relatief veel obligaties geldt het omgekeerde. Dit zou ertoe kunnen leiden dat landen zoals de Verenigde Staten, die in het verleden konden rekenen op positieve vermogenseffecten, zich dit nu niet meer kunnen permitteren en gedwongen zijn hun betalingsbalans aan te passen. In welke mate dit gebeurt, is op dit moment bij gebrek aan cijfers niet na te gaan. Bovendien speelt ook de post valuta en overige rekeningen een rol, die door het tumult op de financiële markten wel wordt beïnvloed, maar waarbij een minder duidelijke relatie is te leggen met de beurskoersen.

Verergert het zwarte gat de problemen van de vergrijzing?

Een positief netto extern vermogen kan op twee manieren de problematiek van de vergrijzing verminderen. Ten eerste is het buitenlands vermogen een bron van inkomsten in de vorm van rentebetalingen, dividenden en vermogenswinsten c.q. -verliezen. Ten tweede kan worden ingeteerd op dit vermogen om de consumptieve bestedingen te kunnen betalen die voortvloeien uit de vergrijzing. Het blijkt dat een groot deel van het opgebouwde vermogen verdampt. Volgt hieruit dat extra inspanningen nodig zijn om de vergrijzing te bekostigen?

¹³ Zie bijvoorbeeld: Binder en Offermans (2007), Hunt en Rebusci (2005) en Mendoza, Quadrini en Rios-Rull (2007).

Het CPB (2006) gaat in de vergrijzingsstudie uit van een toenemend netto nationaal vermogen. Dit is grotendeels gebaseerd op de ontwikkeling van het saldo op de lopende rekeningen. Belangrijk is op te merken dat het niet zozeer het positieve netto vermogen van belang is, als wel het positieve inkomenssaldo dat hieruit voortvloeit. Er wordt uitgegaan dat op de buitenlandse investeringen een reëel rendement gehaald wordt van 3%. Onder deze voorwaarden is het voor Nederland mogelijk het betalingsbalanstekort dat voortvloeit uit de vergrijzing te financieren. Deze veronderstellingen zijn moeilijker haalbaar, als een groot gedeelte van de besparingen verdampt. In de studie wordt dit punt teruggebracht tot gebrekkige statistieken. Dit lijkt wat al te boud. Voor een deel hebben valuta-effecten en fluctuaties van de beurskoersen wel degelijk een effect op de vermogensposities en dus ook op de rendementen van de investering.

De vraag is echter of deze vermogenseffecten op zinvolle wijze meegenomen kunnen worden in de analyse. In de studie wordt uitgegaan van een periode van 90 jaar en een algemeen evenwichtsmodel. In een dergelijk evenwichtsmodel kunnen de vermogenseffecten zonder verlies van algemeenheid gelijk worden gesteld aan nul. Wel kan worden beargumenteerd dat het huidige saldo op de lopende rekening misschien een over- of onderschatting geeft van de werkelijke nationale besparingen, zolang de prijzen nog niet in evenwicht zijn. Verder zou er voor Nederland sprake kunnen zijn van een structureel negatief samenstellingseffect, omdat een groot deel van het Nederlandse vermogen in het buitenland in handen is van pensioenfondsen die een deel van hun gelden moeten beleggen in obligaties met een lager risicoprofiel en een lager rendement. Dit kan een drukkend effect hebben op het rendement, wat meegenomen zou kunnen worden bij de sommen van de vergrijzing. In welke mate dit moet gebeuren is een studie op zich.

Is overheidsingrijpen wenselijk?

Door het zwarte gat verdampt een gedeelte van het jaarlijkse spaaroverschot van Nederland. Kan dit spaaroverschot dan niet beter aangewend worden voor investeringen in Nederland? Uit de rendementsberekening blijkt echter niet dat buitenlandse investeringen in Nederland de laatste jaren een hoger rendement opleveren dan Nederlandse investeringen in het buitenland. Dit doet de vraag rijzen of er veel ruimte is voor een rendabele uitbreiding van de particuliere investeringen in Nederland.

Boonstra (2003) suggereert een beleidsaanpassing in deze richting. De overheid zou dit kunnen doen door bijvoorbeeld belastingen te verhogen ten behoeve van publieke investeringen zoals de knelpunten in zorg, onderwijs en infrastructuur. De vraag is natuurlijk of deze investeringen een hoger rendement hebben dan investeringen in het buitenland. Zorguitgaven zijn technisch gezien consumptie en geen investeringen en hebben een rendement van 0%. Investeringen in onderwijs en infrastructuur hebben dat natuurlijk wel. Hier raken we verstrikt in discussies over de hoogte van het sociale rendement van investeringen, dat zeer lastig te berekenen is. Al met al lijkt het zinvoller discussies over de gewenstheid van een grotere

overheidsinspanning op het gebied van zorg, infrastructuur en veiligheid te benaderen vanuit het specifieke onderwerp in plaats vanuit de externe vermogenspositie.

6.3 Beleidsrelevantie van het zwarte gat

De Nederlandse externe vermogenspositie lijkt veel minder gunstig dan op grond van het jaarlijkse overschot op het saldo lopende rekening zou worden verwacht. In hoeverre is dit een probleem? Zou er in de economische analyse meer aandacht aan besteed moeten worden?

Een eerste punt hierbij is of een land actief moet streven naar een groot positief netto vermogenssaldo. Het antwoord hierop is dat er geen rechtstreekse relatie is tussen de gezondheid van de economie en het vermogenssaldo. Een positief vermogen kan worden gebruikt om extra invoer te financieren, maar dit biedt niet voldoende soelaas bij het oplossen van bijvoorbeeld het vergrijzingsprobleem. Ook kan een hoge netto schuldpositie een indicatie zijn voor grotere financiële kwetsbaarheid van een land. Het vermogenssaldo kan een nuttige indicator zijn om onevenwichtigheden op het spoor te komen, maar nauwkeurige analyse is noodzakelijk om deze grootheid economisch te duiden.

Er zijn meer redenen om aandacht te schenken aan de externe vermogensposities. Ten eerste kunnen deze vermogensfluctuaties de reële economie beïnvloeden als de vermogenswinsten worden verzilverd of de verliezen om één of andere reden moeten worden aangevuld. Ook kunnen vermogensposities een buffer vormen, waardoor internationale onevenwichtigheden langer in stand kunnen blijven dan op grond van de economische stromen zou worden verwacht. Ten slotte is op dit moment niet uit te sluiten dat een gedeelte van het zwarte gat werkelijk te maken heeft met de manier waarop Nederlandse bedrijven beleggen. Het zou kunnen dat de strategieën bijdragen tot een lager rendement dan noodzakelijk. Zolang deze mogelijkheid aanwezig is, blijft het zinvol de vermogenspositie nader te bestuderen.

De recente kredietcrisis heeft op dramatische wijze de verbanden tussen de financiële sector en de reële economie aan het licht gebracht. Hierdoor is ook de beleidsrelevantie van onderzoek naar de vermogensposities van landen en de invloed van vermogenseffecten op de reële economie vergroot. Prijseffecten hebben gezorgd voor een forse daling van de activa van landen. De netto schuld van sommige landen zal hierdoor zijn toegenomen. Bovendien heeft de kredietcrisis laten zien dat landen financieel kwetsbaar kunnen zijn. Het gaat dan vooral om landen waarbij de waarde van de balansposten (en dan vooral de passivakant) veel groter is dan het bruto binnenlands product. Om deze redenen zal er in de toekomst meer aandacht worden besteed aan de relatie tussen de financiële sector en de reële economie en aan de samenstelling van het externe vermogen van landen.

Het potentiële nut van het bestuderen van externe vermogensposities en het zwarte gat wordt echter door een aantal factoren beperkt. Ten eerste wordt een substantieel deel bepaald door statistische omissies en verschillen in de manier van boekhouding. Het is zeer waarschijnlijk dat

een deel van het zwarte gat is veroorzaakt door de manier waarop Nederlandse bedrijven zijn omgegaan met de afschrijvingen van betaalde goodwill. Omdat onduidelijk is of zij reële economische betekenis hebben en het effect van jaar op jaar kan fluctueren, is het moeilijk het economische effect van het zwarte gat te kwantificeren.

De wisselkoers- en prijseffecten kunnen wel min of meer worden gekwantificeerd. Het ramen van de ontwikkelingen van deze effecten en het bepalen van de evenwichtswaarden is echter uitermate lastig. Is er sprake van een tijdelijke verstoring, of is er sprake van de ontwikkeling naar een nieuw evenwicht. Het is verder de vraag in hoeverre de berekende fluctuaties een voor bedrijven reële werkelijkheid weerspiegelen, of dat zij zich tegen dit soort fluctuaties met opties en derivaten hebben verzekerd. Deze onzekerheid zal inhouden dat in veel analyses deze economische effecten gelijk gesteld worden aan nul.

Naast de vraag naar de economische relevantie van het zwarte gat, is er de vraag of het zwarte gat op zinvolle wijze gebruikt kan worden als beleidsvariabele. Kunnen er 'schuldigen' worden aangewezen en moet de overheid actief beleid voeren om de netto vermogenspositie van Nederland te verbeteren? De mogelijkheden hiertoe lijken zeer beperkt. Wisselkoers- en prijsfluctuaties worden bepaald op internationale markten en kunnen nauwelijks beïnvloed worden door Nederlandse beleidsmakers. Dit houdt in dat, als je iets wilt doen, je de in- en uitvoerstromen van goederen en diensten of kapitaal moet controleren. Het is zeer de vraag of dergelijke verstoringen van de markt welvaartsverhogend gaan werken. Daarnaast is in dit onderzoek vastgesteld dat de stromen steeds minder belangrijk zijn voor de netto vermogenspositie van een land.

De tegenargumenten blijven van kracht ondanks de kredietcrisis. Ondanks dat de relevantie van de externe vermogenspositie door de kredietcrisis is vergroot, blijft het opnemen van de vermogenspositie in economische analyses op dit moment beperkt. Wel kan de vermogenspositie worden gevolgd en kunnen de historische data worden geanalyseerd. Dit kan inzicht geven in de financiële kwetsbaarheid van een land en de toekomstige opbrengsten en verliezen. Dergelijke analyses zullen echter met veel onzekerheden zijn omgeven. Verder moet meer onderzoek gedaan worden naar mogelijke factoren die de teleurstellende ontwikkeling van het Nederlandse netto vermogen verklaren. Ook wijst deze studie op discrepanties tussen de statistieken van de betalingsbalans en die van de Nationale rekeningen. Als eerste stap moeten deze verschillen beter in kaart worden gebracht en verminderd. Om het zwarte gat zinvol mee te kunnen nemen in economische analyses, zal er verder meer zicht moeten komen op de langetermijnontwikkelingen van prijs- en de valuta-effecten en in welke mate deze vermogensveranderingen de reële economie beïnvloeden.

6.4 Informatiebehoefte

Het externe vermogen van Nederland blijft boeien. Hoe rijk zijn we nu eigenlijk? Verdampen onze besparingen werkelijk in het buitenland of is hier sprake van een statistisch artefact. Om deze vraag beter te kunnen beantwoorden is aanvullende informatie nodig. Het gaat hierbij zowel om betere statistieken als om geavanceerdere econometrische modellen, waarbij rekening wordt gehouden met prijseffecten. Meer concreet zijn er de volgende concrete vragen en punten:

1. Wat is de invloed van de verschillende boekhoudmethoden en afschrijvingsregimes van bedrijven? Hoe groot is bijvoorbeeld de invloed van betaalde goodwill en immateriële activa. De DNB vraagt om deelnemingen tegen marktwaarde te rapporteren, of als dit niet beschikbaar is, de boekwaarde. Goodwill wordt afgeboekt via de overige mutaties, maar niet expliciet geïdentificeerd. De invloed zal derhalve moeten worden geschat. Volgens de IFRS regels, die sinds een aantal jaren binnen de Europese Unie voor internationaal opererende bedrijven gangbaar zijn, mag betaalde goodwill niet meer in een keer afgeschreven worden. Dit moet verlopen via een zogeheten impairment test.¹⁴ Niet alle landen volgen echter deze systematiek. Worden de betalingsbalansstatistieken hierdoor beïnvloed?
2. Wat is de invloed van meer gecompliceerde financiële instrumenten op de externe vermogensposities? De invloed van derivaten op het uiteindelijke saldo (activa-passiva) is beperkt, maar dit geldt niet voor de bruto stromen. Verder is het de vraag of wat geldt voor de derivaten ook opgaat voor andere complexe financiële constructies.
3. Een deel van het externe vermogen van landen is in handen van de zogenoemde bijzondere financiële instellingen (BFI's). Het is zeer de vraag of het begrip nationaliteit relevant is voor dit soort instellingen. Hoe moet hiermee worden omgegaan bij het bepalen van de externe vermogens en financiële stromen van een land?
4. De nieuwe opstelling van de betalingsbalans van de DNB (Aarsman en Lub 2007) is een zinvolle aanvulling op de informatie van de lopende rekening. Zij biedt de mogelijkheid de verschillende factoren van de overige fluctuaties nader te onderzoeken. Het zou interessant zijn langere tijdreeksen te hebben. Hoe gedragen de verschillende componenten zich in de loop van de tijd?

¹⁴ Een impairment test is een test die door bedrijven wordt uitgevoerd om te onderzoeken of de boekhoudwaarde van de activa nog steeds de marktwaarde weerspiegelt (nl.wikipedia.org). Dergelijke testen moeten niet alleen uitgevoerd worden met betrekking tot betaalde goodwill, maar ook voor andere immateriële activa (R&D investeringen) en materiële activa. De manier waarop en frequentie waarmee een dergelijke test moet worden verricht, verschillen per land. Volgens de Nederlandse richtlijnen (Dutch GAAP) is een jaarlijkse test alleen vereist voor immateriële activa en goodwill met een leeftijd langer dan 20 jaar (KPMG 2006). De Dutch GAAP verschilt op dit punt (iets) van de regels van de IFRS, die gelden binnen de Europese Unie. In de Verenigde Staten hanteren ze ook weer wat afwijkende regels (US GAAP). Overigens zijn deze verschillen wel minder geworden, omdat er door de internationalisering van de kapitaalmarkten behoefte is aan geharmoniseerde boekhoudregels.

5. Hoewel de laatste jaren veel vooruitgang is geboekt bij de betalingsbalansstatistieken, blijven er inconsistenties en omissies in de statistieken. Met name verschillen tussen cijfers uit de betalingsbalans en de Nationale rekeningen vormen in de praktijk een probleem, omdat veel economische analyses en modellen zijn gebaseerd op begrippen uit de Nationale rekeningen. Als niet duidelijk is in welke mate de vermogensposities worden beïnvloed door statistische factoren, is het lastig de economische effecten te onderzoeken.
6. Een ander moeilijk punt is de heterogeniteit van de vermogensposities van een land. Deze bestaat vooral uit directe investeringen, aandelen, obligaties en valuta en overige reserves. Het prijseffect en het bijbehorende evenwicht kunnen voor elk onderdeel weer anders zijn. Dit maakt het erg moeilijk het totaaleffect in te schatten. Er is behoefte aan een simpel en uitputtend model dat de belangrijkste componenten van de betalingsbalans omvat. Vermoedelijk is een model dat het saldo op de lopende rekening, de beurs- en wisselkoersen en de rente bevat voldoende.
7. Er is weinig overeenstemming tussen onderzoekers en in de literatuur over de mate van convergentie die wordt bereikt tussen de wisselkoersen, de prijsfluctuaties van activa en de vermogensposities. Theoretisch zou verwacht worden dat op een gegeven moment een evenwicht wordt bereikt dat kan worden afgeleid uit fundamentele economische ontwikkelingen van een land. Empirisch is er bijzonder weinig bewijs dat zo'n evenwicht inderdaad wordt bereikt. Meer kennis van en onderzoek naar de aanpassingsduur is nodig voor een goede evaluatie van de ernst van het zwarte gat.

7 Conclusies

Gezien het jaarlijkse overschot op de lopende rekening dat Nederland heeft, zou mogen worden verwacht dat Nederland een aanzienlijke netto vermogenspositie heeft opgebouwd. Dit blijkt echter niet het geval. Nederlandse investeringen lijken te verdwijnen in een zwart gat. Is het zwarte gat een economische realiteit of een fata morgana?

De ongunstige ontwikkeling van de Nederlandse vermogenspositie kan voor een groot deel worden verklaard door wissel- en beurskoerseffecten. Gemiddeld wordt in de jaren 2005-2007 bijna 30% van de fluctuaties van het Nederlandse vermogen in het buitenland verklaard door overige statistische en economische factoren. Het vermoeden is dat deze factor weinig economisch van aard is en eerder onvolkomenheden van het statistische materiaal weerspiegelt.

De vermogensposities staan zowel nationaal als internationaal op dit moment in de belangstelling. Dit betekent echter niet dat we ten opzichte van 10 jaar geleden veel meer inzicht hebben in de achtergronden van het zwarte gat. Net als in de natuurkunde is het fenomeen in de economie grotendeels onzichtbaar. Dit maakt het moeilijk de vermogensposities in te passen in economische analyses en beleidsrelevante aanbevelingen te geven. Dit geldt des te meer omdat het belang van een positief netto vermogen voor de economie van een land niet precies is aan te geven. Er kan worden ingeteerd op het vermogen om import te financieren en een surplus genereert mogelijk een positief saldo van ontvangen en betaalde inkomensstromen. Of dit ook daadwerkelijk gebeurt en wat de exacte effecten zijn op de reële economie is moeilijk te bepalen.

Een ander punt is dat theoretisch niet duidelijk is hoe de verschillende variabelen precies samenhangen en wat het evenwicht zou moeten zijn tussen de prijscomponenten en de vermogensposities van verschillende landen. In welke mate het zwarte gat ook in de toekomst een punt van zorg is en bepaalde vermogensposities onevenwichtig zijn, blijft voornamelijk een open vraag. Een laatste praktisch punt is dat het met de huidige modellen niet mogelijk is de prijsfluctuaties op korte termijn goed te voorspellen. Het is dan ook weinig zinvol concrete aanbevelingen te doen voor de beheersing van het zwarte gat.

Gezien al deze punten is de netto vermogenspositie in het algemeen en het zwarte gat in het bijzonder maar beperkt bruikbaar als variabele voor economische beleidsanalyses. Het is niet mogelijk op zinvolle wijze een beleidsdoelstelling voor het netto vermogen te formuleren. Wel zou monitoring en analyse van historische data meer inzicht kunnen geven in de oorzaken van betalingsbalansonevenwichtigheden en de financiële kwetsbaarheid van een land. Dit onderzoek zal zich moeten richten op het verminderen van de statistische verschillen tussen de betalingsbalansstatistieken en de Nationale rekeningen. Verder moet meer inzicht komen in de invloed van de gebruikte boekhoudregels van bedrijven. Beantwoording van deze cijfermatige vragen is een eerste vereiste om een statistisch fata morgana te veranderen in een tastbaar economisch concept.

Literatuur

Aarsman, O. en H. Lub, 2007, Reactie op: een nieuwe kijk op de betalingsbalans, *Economisch Statistische Berichten*, 4 mei, pag. 285.

Binder, M. en C.J. Offermans, 2007. International investment positions and exchange rate dynamics: a dynamic panel analysis, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, nr. 23.

Boonstra, W., 2003, Nederlands verdwenen vermogen, *Economisch Statistische Berichten*, jaargang 88, nr. 4419, 14 november, pag. 535-539.

Boonstra, W., 2004, Extern vermogen en de gevolgen van vergrijzing, *Economisch Statistische berichten*, Jaargang 89, nr. 4438, 23 juli, pag. 341-345.

Boonstra, W., 2006, De drijvende krachten achter de externe vermogenspositie, *Kwartaalschrift Economie*, vol. 3, nr. 2, pag. 170-190.

Boonstra, W., 2007a, Een nieuwe kijk op de betalingsbalans, *Economisch Statistische Berichten*, Jaargang 92, nr. 4504, 23 februari 2007, pag. 107-109.

Boonstra, W., 2007b, Integratie van de vermogensstatistiek in de betalingsbalans. *Kwartaalschrift Economie*, vol. 4, nr. 3, pag. 273-294.

Boonstra, W., 2008, *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie: over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*, VU Uitgeverij, Amsterdam.

Buiter, W., 2006, Dark matter or cold fusion, Global Economics Paper 136. Goldman Sachs.

CBS, 2005, *Nationale rekeningen 2004: Revisie 2001: beschrijving en uitkomsten revisie 2001*, CBS, Voorburg/Heerlen.

CBS, 2007, *Nationale rekeningen 2006*, CBS, Voorburg/Heerlen.

CBS, 2008, *Nationale rekeningen 2007*, CBS, Voorburg/Heerlen.

Cheung, W.Y., M.D. Chinn en A.G. Pascual, 2005, Empirical exchange rate models of the nineties: are any fit to survive?, *Journal of International Money and Finance*, vol. 24, nr. 7, pag. 1150-1175.

- CPB, 2006, *Ageing and the sustainability of Dutch Public Finances*, Bijzondere Publicatie 61, Den Haag.
- DNB, 2003, Renteswaps drijven derivatenmarkt op, *Statistisch Bulletin*, september, pag. 19-25.
- DNB, 2004, Het externe vermogen van Nederland in 2003, *Statistisch Bulletin*, december, pag. 11-16.
- DNB, 2005, Special Purpose Vehicles: Einde aan de groei?, *Statistisch Bulletin*, juni, pag. 27-32.
- DNB, 2007, Het externe vermogen van Nederland in 2006, *Statistisch Bulletin*, december, pag. 23-30.
- DNB, 2008, Reconciliatie van betalingsbalans en extern vermogen, *Statistisch Bulletin*, maart, pag. 90.
- DNB, 2009, Groot deel nieuwe overheidsschuld gefinancierd door buitenland, Nieuwsbericht, 17 maart, www.dnb.nl.
- Eichengreen, B., 2006, Global imbalances: the new economy, the dark matter, the savvy investor and the standard analysis, *Journal of Policy Modelling*, nr. 28, pag. 645-652.
- Gros, D., 2006a, Foreign Investment in the US (I): disappearing in a black hole?, CEPS Working Document 242, www.ceps.be.
- Gros, D., 2006b, Foreign Investment in the US (II): Being taken to the cleaners?, CEPS Working Document 243, www.ceps.be.
- Hausmann, R. en F. Sturzenegger, 2005, U.S. and global imbalances: can dark matter prevent a big bang?, www.cid.harvard.edu.
- Hausmann, R. en F. Sturzenegger, 2007, Dark matter and international imbalances, *Economic Policy*, vol. 22, nr. 2, pag. 471-518.
- Heath, A., 2007, What explains the US net income balance?, BIS Working Papers 223.
- Hermes, N., R. Lensink en V. Murinde, 2002, Flight capital and its reversal for development financing, Paper presented at the UNU/WIDER conference, Helsinki, 23 & 24 augustus.

- Higgins, M., T. Klitgaard en C. Tille, 2006, Borrowing without debt? Understanding the U.S. Investment position, Staff Report 271, Federal Reserve Bank of New York.
- Hunt, B. and A. Rebucci, 2005, The US dollar and the trade deficit: what accounts for the late 1990s, *International Finance*, vol. 8, nr. 3, pag. 399-434.
- IMF, 1993, *Balance of Payments Manual*, 5th edition, International Monetary Fund.
- Kusters, A.P., 1997, Het zwarte gat van Nederland, CPB Onderzoeksmemorandum 137, Den Haag.
- Kozlow, R., 2006, Statistical issues related to global economic imbalances: perspectives on dark matter, Nineteenth meeting of the IMF committee on balance of payments statistics, Frankfurt, 23-26 oktober.
- Kozlow, R. and P. Abaroa, 2006, U.S. multinational companies, dividends, and taxes, Paper prepared for International Association for Official Statistics, 6-8 september.
- KPMG, 2006, IFRS compared to Dutch GAAP: an overview, www.kpmg.co.uk.
- Krugman, P., 2007, Will there be a dollar crisis, *Economic Policy*, vol. 22, nr. 2, pag. 437- 467.
- Lane, P.R. en G.M. Milesi-Ferretti, 2001, The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries, *Journal of International Economics*, nr. 55, pag. 263-294.
- Lane, P.R. en G.M. Milesi-Ferretti, 2002, External wealth, the trade balance and the real exchange rate. *European Economic Review*, vol. 46, pag. 1049-1071.
- Lane, P.R. en G.M. Milesi-Ferretti, 2007, Europe and global imbalances, *Economic Policy*, vol. 22, nr. 2, pag. 521-573.
- Lane, P.R. and G.M. Milesi-Ferretti, 2008, Where did all the borrowing go?, a forensic analysis of the U.S. external position, IMF Working Paper, WP/08/28.
- Mendoza, E.G., V. Quadrini, en J.-V. Rios-Rull, 2007, Financial integration, financial deepness and global imbalances, NBER Working Paper 12909, www.nber.org.

Tille, C., 2005, Financial integration and the wealth effect of exchange rate fluctuations, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, 226.

BIJLAGE A: De externe vermogensstatistiek en de Nationale rekeningen

Bij het bestuderen van de vermogenspositie van Nederland wordt over het algemeen gebruik gemaakt van de betalingsbalansstatistieken van De Nederlandsche Bank. Deze worden samengesteld op basis van de Balance of Payments Manual. In veel macro-economische analyses wordt uitgegaan van de Nationale rekeningen van het CBS. De basis hiervan wordt gevormd door de System of National Accounts.

Theoretisch zijn de vermogensstatistieken gerelateerd aan die van de Nationale rekeningen. Op statistisch gebied worden veel inspanningen verricht om de concepten te harmoniseren. Desalniettemin kunnen er verschillen ontstaan, doordat de gebruiksdoeleinden van de betalingsbalans en de Nationale rekeningen verschillen. Een verschil is dat bij de vermogensstatistiek van de Nederlandsche bank het externe vermogen wordt beschouwd vanuit het Nederlandse gezichtspunt. De bezittingen van Nederland staan dus aan de activakant. In de Nationale rekeningen worden de transacties met het buitenland beschouwd vanuit het gezichtspunt van het buitenland. De vorderingen van het buitenland op Nederland staan derhalve aan de activakant (zie tabel S.2.4 in de Nationale rekeningen).

De vermogensstatistieken worden gebaseerd op enquêtes, informatie uit het rapportagestelsel van de betalingsbalans en aanvullende bronnen. Bij de Nationale rekeningen wordt de financiële balans van de sector buitenland geconfronteerd met de balansen van andere sectoren en met informatie uit de productierekeningen. Op grond hiervan kunnen cijfers worden aangepast. Hierdoor kunnen verschillen ontstaan tussen de DNB-cijfers en die van de Nationale rekeningen. Daarnaast zijn er specifieke detailposten zoals de superdividenden die in de Nationale rekeningen soms anders worden geboekt.

Een ander punt is dat bij de Nationale rekeningen grote waarde wordt gehecht aan intertemporele consistentie. Dit houdt in dat wijzigingen in definities en eenheden niet in alle gevallen onmiddellijk kunnen worden doorgevoerd. Daarnaast speelt voor de meest recente jaren (het voorlopige en het nader voorlopige jaar van de Nationale rekeningen) de timing een rol. De Nationale rekeningen worden jaarlijks in juli gepubliceerd, terwijl een belangrijke enquête voor de vermogensstatistieken in oktober beschikbaar komt. Hierdoor kunnen de cijfers van DNB en de Nationale rekeningen voor de laatste twee jaren sterk afwijken.

BIJLAGE B: Bijzondere Financiële Instellingen

Sinds de revisie 2001 van de Nationale rekeningen worden ook de Bijzondere Financiële instellingen (BFI's) meegenomen in het systeem van de Nationale rekeningen en dus ook in de betalingsbalans. BFI's, zijn aparte juridische eenheden, die zijn opgericht voor bepaalde specifieke taken. BFI's spelen een belangrijke rol bij fusies, maar ook bij het innen van royalties of de securitisatie van hypotheekleningen.¹⁵ De BFI's zijn verantwoordelijk voor grote financiële stromen.

Echter, deze stromen blijken geen effect te hebben op de netto vermogenspositie van Nederland. Tabel B.1 laat het verschil zien tussen de netto vermogenspositie van Nederland inclusief en exclusief BFI's. Voor de directe investeringen en het overig kapitaal is het netto vermogen inclusief BFI's groter. Dit wordt echter gecompenseerd doordat voor de effecten de Nederlandse schuld inclusief BFI's groter is. Op zich is het niet zo verrassend dat het effect van de BFI's neutraal is. Vaak wordt zo'n eenheid gebruikt voor bijvoorbeeld een directe investering. De activakant van de BFI bevat dan de waarde van de directe investering. Op de passivakant staan daartegenover dan bijvoorbeeld obligaties, met een even grote waarde als de directe investering. Immers, deze eenheid moet de transactie financieren, bijvoorbeeld door aandelen of obligaties uit te geven aan moederbedrijf of daarvan leningen verstrekt te krijgen.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	mld euro							
Directe investeringen	124	157	169	200	251	233	200	249
Effecten	- 220	- 259	- 273	- 293	- 314	- 303	- 279	- 304
Financiële derivaten	0	0	0	0	1	1	2	6
Overig kapitaal	96	102	105	93	63	69	78	48
Financiële reserves	0	0	0	0	0	0	0	0
Totaal vermogen	0,2	0,1	0,1	0,1	0	0	0	0

¹⁵ Zie CBS (2005) en DNB (2005) voor meer achtergronden over Bijzondere financiële instellingen.

Tabel B.2 **Vershil in betalingsbalans inclusief en exclusief Bijzondere Financiële Instellingen**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	mld euro							
Saldo lopende rekening	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Actief	65,4	110,0	153,1	76,2	78,4	15,3	46,6	133,8
Uitgaande directe investeringen	50,8	102,0	132,7	94,6	65,9	14,1	38,6	102,2
Aandelen					-0,2	-0,9	1,7	2,1
Schuldpapier					0,1	2,2	2,2	-0,4
Effecten	1,2	4,4	5,6	0,0	-0,2	1,3	3,9	1,7
Overig kapitaal	13,4	3,6	14,8	-18,4	15,8	0,5	8,5	18,7
Financiële derivaten					-3,1	-0,6	-4,4	11,2
Passief	63,4	110,8	157,1	79,5	85,1	7,8	38,0	122,8
Inkomende directe investeringen	8,4	68,7	106,1	46,1	58,8	15,4	45,2	48,5
Aandelen					0	0,6	0,3	8,9
Schuldpapier					28,3	-5,6	-10,6	29,0
Effecten	57,1	36,6	32,3	20,2	28,3	-4,9	-10,3	37,9
Overig kapitaal	-2,1	5,5	18,7	13,2	0,9	-2,1	8,4	28,1
Financiële derivaten					-2,9	-0,6	-5,3	8,3
Saldo	2,0	-0,8	-4,0	-3,3	-6,7	7,5	8,6	11,0
Directe investeringen	42,4	33,3	26,6	48,5	7,1	-1,3	-6,6	53,7
Aandelen					-0,3	-1,5	1,4	-6,8
Schuldpapier					-28,2	7,7	12,9	-29,4
Effecten	-55,9	-32,2	-26,7	-20,2	-28,5	6,2	14,3	-36,2
Overig kapitaal	15,5	-1,9	-3,9	-31,5	14,9	2,6	0,1	-9,4
Financiële derivaten					-0,2	-0,0	0,8	2,9
Bijdrage aan statistische verschillen	-0,5	2,3	5,5	4,8	8,2	-6,0	-7,1	-9,5
Statistische verschillen excl. BFI	9,4	0,5	3,7	6,5	2,6	-1,4	3,3	11,4
Statistische verschillen incl. BFI	8,9	2,8	9,2	11,3	10,8	-7,4	-3,8	1,9

De cijfers van de betalingsbalans inclusief BFI's zijn beschikbaar vanaf 1999. Inpassing van BFI's draagt niet duidelijk bij aan de verklaring van statistische verschillen van de betalingsbalans (exclusief BFI's). Deze verschillen ontstaan doordat het saldo van de lopende rekening niet voldoende teruggevonden wordt in het saldo van de financiële rekening. Zoals tabel B.2 laat zien worden deze verschillen (in absolute zin) veelal juist groter. Omdat het uiteindelijk voor de netto-vermogenspositie niet uitmaakt of de BFI's wel of niet in beschouwing worden genomen, maar vooral ook omdat voor de analyse langere reeksen noodzakelijk zijn, worden in de rest van dit onderzoeksdocument de cijfers exclusief de BFI's gebruikt tenzij anders is vermeld.