

Onderzoeksmemorandum

No 137

Het zwarte gat van Nederland
A.P. Kusters

Centraal Planbureau, Den Haag, juli 1997

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

Telefoon (070) 338 33 80
Telefax (070) 338 33 50

ISBN 90 563 5091 9

| INHOUDSOPGAVE | Blz. |
|---|------|
| Samenvatting | 2 |
| 1. Inleiding | 3 |
| 2. Kapitaalrekening | 5 |
| 3. Directe investeringen | 10 |
| 3.1 Het begrip directe investeringen | 10 |
| 3.2 Waarderingskwesties en decompositie | 11 |
| 3.3 Rendementen | 15 |
| 4. Aandelen | 16 |
| 4.1 Beurswaarde en decompositie | 16 |
| 4.2 Beurskoersen internationaal | 19 |
| 4.3 Rendementen | 21 |
| 5. Obligaties | 23 |
| 5.1 Beurswaarde en decompositie | 23 |
| 5.2 Rendementen | 25 |
| 6. Andere vermogens en officiële reserves | 26 |
| 7. Het zwarte gat | 29 |
| 7.1 Vermogensaanwas | 29 |
| 7.2 Vermogensopbrengsten | 33 |
| Literatuur | 34 |
| Abstract | 37 |

Met dank aan Cees Jansen en Rob Sparling (DNB) voor hun nuttige opmerkingen bij een eerdere versie van de zwartegatanalyse, Annemarie Spaans voor de verwerking van de teksten en Maya Verhoeve voor de grafische weergaven.

Samenvatting

Waarom hebben de jarenlange overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans niet geleid tot een vergelijkbare aanwas van de netto externe vermogenspositie? Waarom is het saldo op de kapitaalopbrengstenbalans zo klein in verhouding tot de netto externe vermogenspositie? Beide vragen komen neer op een *space odyssey*: een zoektocht naar het zwarte gat.

Dit Onderzoeksmemorandum analyseert de periode 1987-1994. De harde gulden en een samenstellingseffect van aandelenvermogens verklaren twee derde van de erosie van de netto externe vermogenspositie. Dit samenstellingseffect houdt in dat buitenlandse beleggers van oudsher aanmerkelijk meer in Nederlandse aandelen hebben belegd dan Nederlanders in het buitenland. Bij een sterke stijging van de aandelenkoersen, zoals over 1987-1994, leidt zo'n samenstelling tot een verdere oploop van het vermogenstekort.

Het grote rendementsverschil – uitgaand versus inkomend – in de directe-investeringsrelatie met de Verenigde Staten verklaart een deel van de geringe netto kapitaalopbrengsten. Daarnaast is een aanzienlijk deel van de Nederlandse buitenlandse activa niet-opbrengstdragend.

Ten slotte bestaan er sterke aanwijzingen dat de statistieken zowel de netto vermogenspositie als de netto kapitaalopbrengsten uit het buitenland onderschatten. Dat komt in de eerste plaats omdat investeringen van bedrijven in het buitenland meestal tegen historische kostprijs in de boeken staan, terwijl de marktwaarde veel hoger ligt. Landen met een groot netto investeringsbezit, zoals Nederland, rekenen zich dan als het ware arm. Ten tweede is het naar het buitenland gevlucht kapitaal veel meer waard dan berekend op basis van kapitaaluitvoer. Wat betreft het Nederlandse vermogensverlies bestaat er dus een duidelijke parallel met een zwart gat. Zoals dit kosmisch verschijnsel veel verborgen massa bevat, zo herbergt het Nederlandse zwarte gat veel niet-geregistreerd vermogen.

Een ingekorte, Engelstalige, versie van dit Onderzoeksmemorandum is gepubliceerd in CPB Report 1997/1 (april 1997).

1. Inleiding

De Nederlandse economie is niet alleen zeer open met betrekking tot internationale handel maar ook met betrekking tot internationaal kapitaalverkeer. Vooral na de liberalisering van begin jaren tachtig leidde de voortgaande internationalisering tot een ware explosie van grensoverschrijdende kapitaaltransacties. Zo nam het Nederlandse kapitaalverkeer¹ toe van 5% BBP begin jaren tachtig tot ongeveer 15% BBP vorig jaar. Nederland speelt trouwens van oudsher een belangrijke rol in het internationale kapitaalverkeer en het jarenlange surplus op de lopende rekening heeft dan ook een omvangrijk netto extern vermogen opgeleverd. Gezien de omvang van de gecumuleerde lopende-rekening-overschotten is de aanwas van de geregistreerde netto externe vermogenspositie echter maar bescheiden. Ook vertoont het saldo op de kapitaalopbrengstenbalans maar een gering overschot. Hoe is het toch mogelijk dat die jarenlange overschotten als het ware in een zwart gat zijn verdwenen?²

Voor een analyse van het zwarte gat biedt een decompositie van het gecumuleerde lopende-rekening-overschot (= tekort kapitaalrekening) een geschikt aangrijpingspunt. Want grensoverschrijdende kapitaaltransacties vormen een belangrijke verklaring voor waarom externe vermogensposities veranderen. Toch verklaren die niet alles. Externe vermogensposities zijn namelijk onderhevig aan herwaarderingen. Zo doet een beurskrach de waarde van aandelenbeleggingen in het buitenland tuimelen. Een ander voorbeeld wordt geleverd door wisselkoersveranderingen. Na een depreciatie wordt het vermogen, dat is geïnvesteerd of belegd in zwakke-munt-landen, neerwaarts geherwaardeerd bij omrekening naar een sterke valuta, zoals de gulden.

Met name deze herwaarderingen leiden er toe dat de resultaten van decompositie erg gevoelig zijn voor de periode waarop de analyse betrekking heeft. Deze analyse bestrijkt de periode 1987-1994. De reden daarvoor is dat voor deze periode alle financiële transacties en vermogens in kaart zijn gebracht: nodig voor een zwartegatanalyse. Bovendien blijft zo de reeksbreukproblematiek midden jaren tachtig buiten de deur (zie kader "Nieuwe richtlijnen voor het opstellen van de betalingsbalans").

¹ Uitgaande plus inkomende kapitaalstromen: directe investeringen, aandelen en obligaties.

² Het probleem is niet van vandaag of gisteren en er is ook al eerder gezocht naar verklaringen. DNB heeft in tal van publicaties aspecten en onderdelen van het zwarte gat aan de orde gesteld. Hiervan wordt in dit onderzoeksmemorandum veelvuldig gebruik gemaakt.

Nieuwe richtlijnen voor het opstellen van de betalingsbalans

De publicatie van nieuwe internationale richtlijnen (IMF Balance of Payments Manual 5) vormde onlangs aanleiding voor DNB de presentatie van de betalingsbalans te herzien. Een aantal veranderingen zal hieronder kort worden aangestipt¹.

Er bestaat geen onderscheid meer tussen het saldo lopende rekening op kasbasis en op transactiebasis. Volgens de nieuwe richtlijnen luidt het saldo in transactietermen. Wat voorheen het kas-transactie-verschil lopende rekening werd genoemd, zit nu de facto verstopt in de statistische verschillen.

Eén van de belangrijkste wijzigingen betreft het boeken van de (niet-gerepatrieerde) ingehouden winst van multinationals. Voorheen werd deze winst niet opgenomen in de lopende rekening, maar volgens de nieuwe richtlijnen vormt deze onderdeel van de kapitaal-opbrengstenbalans. In samenhang daarmee is een evengrote, maar tegengestelde directe investeringsstroom geboekt in de kapitaalrekening. Beschouwd over een langere termijn overtrof de ingehouden winst van Nederlandse ondernemingen in het buitenland die van buitenlanders in Nederland. Uit dien hoofde is het lopende-rekening-overschot dus naar boven bijgesteld.

In de herziene opstelling van de kapitaalrekening wordt het onderscheid tussen monetaire en niet-monetaire sectoren minder benadrukt. Thans ligt het accent sterker dan voorheen op een verdeling naar soort financiële transactie zoals directe investeringen, effecten, opties en geldmarktpapier. De interpretatie van de betalingsbalans is hierdoor eenvoudiger geworden.

Inmiddels is de betalingsbalansopstelling teruggerekend tot 1986 en later zal DNB ook de jaren 1946-1985 herzien. Uit oogpunt van een uniforme presentatie is in deze notitie de kapitaalrekening 1975-1985 "met de hand" aangepast aan de nieuwe richtlijnen (zie tabel 2.1). Toch blijft er waarschijnlijk sprake van reeksbreuken tussen 1985 en 1986: een goede reden voor een voorzichtige interpretatie van de resultaten.

Veelal als gevolg van ingrijpend gewijzigde begrippen zijn gegevens van de periode daarvóór slecht vergelijkbaar met de periode nadien. De standen van de externe vermogens vóór ultimo 1986 zijn trouwens maar voor enkele componenten bekend: zo bestaan voor de directe investeringen gegevens vanaf 1974 en voor de officiële reserves zijn er nóg langere tijdreeksen. Aan de andere kant gaan gegevens over grens--overschrijdende effectenbezittingen niet verder terug dan 1986³.

De opzet van dit onderzoeksmemorandum is als volgt. Startpunt van analyse is de kapitaalrekening (paragraaf 2) want hierlangs worden de lopende-rekening-overschotten naar het buitenland gekanaliseerd. De daaropvolgende paragrafen 3 tot en met 6 gaan in op vier afzonderlijk onderscheiden componenten van het grensoverschrijdend kapitaalverkeer en de externe vermogens waarop ze betrekking hebben. Dat zijn directe investeringen, aandelen, obligaties en andere financiële transacties en vermogens: deze laatste inclusief de officiële reserves. Daarbij komen ook, waar mogelijk en relevant, steeds de behaalde rendementen aan de orde. De bespreking in deze paragrafen heeft veelal betrekking op de periode 1987-1994, hoewel de gepresenteerde gegevens soms verder teruggaan in de tijd. In paragraaf 7 komen de onderscheiden componenten weer samen in de analyse van het zwarte gat.

2. Kapitaalrekening

Startpunt van een analyse van het zwarte gat is een beschouwing over de kapitaalrekening van de Nederlandse betalingsbalans. Via de kapitaalrekening worden namelijk de behaalde overschotten in de lopende sfeer gekanaliseerd naar het buitenland. De structuur hiervan dient over een wat langere periode te worden beschouwd. Van jaar op jaar kunnen de kapitaalstromen namelijk ernstig zijn beïnvloed door incidentele gebeurtenissen. Voorbeelden zijn de mini-beurskrach van eind 1987 en de Europese wisselkoersschokken van 1992-1993. Zoals blijkt uit tabel 2.1 vertoont de Nederlandse lopende rekening vanaf begin jaren tachtig een aanzienlijk overschot. De daarmee gepaard gaande netto kapitaaluitvoer komt voor een groot deel op rekening van bedrijven en institutionele beleggers⁴.

³ Wél heeft Sparling (1989) deze standen teruggerekend tot en met 1983 op basis van gecumuleerde kapitaalstromen en herwaarderingen.

⁴ De volgende beschrijving van de ontwikkelingen op de kapitaalrekening is bewust summier gehouden. Voor uitgebreide analyse wordt verwezen naar de jaarlijkse publicatie *de betalingsbalans van Nederland* in het DNB Kwartaalbericht maart van het opvolgende jaar. Voor een nauwkeurige omschrijving van de kapitaalrekening-posten wordt verwezen naar van Nieuwkerk en Sparling (1987) pagina 47-62.

Kwaliteit van de statistische gegevens

De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer heeft als onbedoeld neveneffect een kwaliteitsverslechtering van de statistische gegevens gehad. Deregulering leidde in sommige landen tot erosie van de basis voor de betalingsbalansopstelling. Daarnaast zorgden allerlei nieuwe en ingewikkelde financiële instrumenten ervoor dat het zicht op het grensoverschrijdend kapitaalverkeer afnam. In toenemende mate moesten registrerende autoriteiten vertrouwen op aanvullende enquêtes. De nieuwe en snelle spelers op het "monopolybord" van internationale kapitaalstromen waren veelal minder goed vertegenwoordigd in de rapportages dan de traditionele spelers.

Het gevolg is dat de mondiale kapitaalrekening steeds slechter sluitend is te maken. Daarvoor zijn wel een aantal verklaringen te geven. De definitie van directe investeringen is lang niet altijd éénvoudig. Zo hanteert Duitsland een deelnemingsgrens van 20%. Blijft een belang daaronder dan wordt het als belegging gekenmerkt. In Nederland geldt als maatstaf of met de investering daadwerkelijk invloed op het beleid van de onderneming wordt uitgeoefend ongeacht de deelnemingsgrens. Op het terrein van effecten zijn de omissies het meest pregnant: hier heeft de liberalisering ook het hardst toege slag en. Met name intra-concern-transacties willen nog wel eens door de mazen van het rapportagenet glippen. Daarnaast zijn er kapitaalstromen die met opzet buiten de boeken worden gehouden: sleutelwoorden zijn vluchtkapitaal, belastingparadijzen en witwas-praktijken.

Ten slotte zijn daar waarderinggrondslagen voor vermogensposities. Directe investeringen worden veelal op basis van historische kostprijs (boekwaarde) gewaardeerd maar voor effecten is dat veelal de beurswaarde. Ook wisselkoersveranderingen beïnvloeden de vermogensposities in sterke mate wanneer deze posities worden herleid naar één munt. Het is daarbij zeer de vraag of dergelijke herwaarderingen van de vorderingen van het land A op land B op dezelfde wijze in de rapportages komen als van de verplichtingen van land B aan land A.

Pogingen om aan sommige van deze problemen tegemoet te komen worden weliswaar ondernomen (recente nieuwe richtlijnen van het IMF) maar de praktijk moet zich nog bewijzen. Vooralsnog dient een internationale vergelijking van kapitaalstromen, vermogensposities en -opbrengsten met de nodige voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Zie ook DNB/SIR (1994) en Cornet (1993).

Bij directe investeringen was over de hele gepresenteerde periode van twintig jaren sprake van een trendmatig toenemende netto kapitaaluitvoer. Nederland bleef daardoor hoog in de wereldtop van netto investeerders in het buitenland. Toch namen niet alleen de investeringen van Nederlandse ondernemingen – gedomineerd door grote bedrijven als Shell, Unilever en Philips – scherp toe, maar ook stond ons land sterk in de belangstelling als vestigingsplaats voor buitenlandse ondernemingen.

Tabel 2.1 *Kapitaalrekening, 1975-1994^a*

| | 1975- 1978 | 1979- 1982 | 1983- 1986 | 1987- 1990 | 1991- 1994 | 1987- 1994 | 1975- 1994 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | mld gld | | | | | | |
| Saldo lopende rekening | 17,4 | 20,4 | 59,9 | 60,3 | 83,2 | 143,5 | 241,2 |
| Directe investeringen | | | | | | | |
| - Uitgaand | 20,8 | 43,3 | 45,2 | 90,8 | 104,6 | 195,4 | 304,7 |
| - Inkomend | 8,5 | 16,1 | 21,7 | 55,8 | 55,6 | 111,4 | 157,6 |
| Aandelen | | | | | | | |
| - Uitgaand | 0,1 | -2,9 | 4,3 | 14,0 | 34,6 | 48,6 | 50,2 |
| - Inkomend | 1,0 | 3,2 | 6,9 | 1,1 | 1,9 | 3,0 | 14,2 |
| Obligaties | | | | | | | |
| - Uitgaand | 2,0 | 4,5 | 26,9 | 14,2 | 42,6 | 56,8 | 90,2 |
| - Inkomend | 7,5 | 12,7 | 14,3 | 44,5 | 35,5 | 80,0 | 114,6 |
| Andere financiële transacties ^b | 7,1 | -2,9 | 12,1 | 13,5 | -28,0 | -14,5 | 1,9 |
| - Uitgaand | | | | 164,8 | 29,6 | 194,4 | |
| - Inkomend | | | | 151,2 | 57,6 | 208,8 | |
| Toeneming officiële reserves ^c | 0,3 | 3,9 | 0,8 | 10,3 | 24,6 | 34,9 | 39,9 |
| Statistische verschillen ^{b,d} | -4,1 | -6,4 | -13,6 | -18,7 | 2,1 | -16,6 | -40,7 |

^a Gecumuleerd over de periode.

^b Reeksbreuk tussen 1985 en 1986. Zie kader "Nieuwe richtlijnen voor het opstellen van de betalingsbalans".

^c Voor 1979-1981 exclusief toewijzing bijzondere trekkingsrechten IMF.

^d Minus-teken duidt op netto uitgaande stromen (kapitaaluitvoer).

Bron: DNB.

Nederlandse aankopen van buitenlandse aandelen zijn spectaculair gestegen vanaf midden jaren tachtig. Vanaf midden jaren zeventig tot aan die periode waren buiten-

landse beleggers actiever op de Amsterdamse beurs dan Nederlanders in het buitenland⁵. De verklaring voor de omslag ligt besloten in het gewijzigde beleggingsbeleid van Nederlandse verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Gunstiger rendement-risico-verhoudingen leidden tot grotere diversificatie van beleggingen naar vermogenstitels en landen. Bovendien deed de eliminatie van beleggingsrestricties⁶ hen op grote schaal buitenlandse aandelen kopen. Vanaf begin jaren negentig kochten buitenlandse beleggers per saldo nog maar nauwelijks Nederlandse aandelen, waardoor de netto kapitaaluitvoer in dit vermogenssegment helemaal grote proporties aannam.

Grafiek 2.1 Betalingsbalans naar componenten, 1976-1994^a

^a Netto kapitaalverkeer als percentage van het BBP: vijf-jaars voortschrijdend gemiddelde (gecentreerd).

^b Andere financiële transacties inclusief officiële reserve transacties en statistische verschillen.

De ontwikkeling van het grensoverschrijdende obligatieverkeer verschilt op een aantal punten van het aandelenverkeer. In de eerste plaats is de omvang van de bruto kapitaalstromen veel groter. En ander verschil betreft de ontwikkeling van het saldo.

⁵ Vanaf 1967 - het eerste jaar waarover statistische informatie beschikbaar is over het grensoverschrijdende aandelenverkeer - tot en met 1974 bedroeg de kapitaaluitvoer cumulatief f 9 mld en de kapitaalvoer f 1 mld. Er was toen dus geen sprake van netto buitenlandse aankopen. Vóór 1967 zijn er slechts gegevens over het grensoverschrijdend effectenverkeer (dus geen aandelen en obligaties afzonderlijk). Van Nieuwkerk, Driesprong en Lub (1984) namen een aanzienlijke netto invoer van effectenkapitaal waar over de twintig jaren na de Tweede Wereldoorlog. Waarschijnlijk zijn destijds veel Nederlandse aandelen verkocht aan met name Amerikaanse beleggers.

⁶ Zo mocht het ABP voordien geen buitenlandse aandelen kopen.

Vanaf midden jaren zeventig tot en met begin jaren tachtig was sprake van aanzienlijke netto kapitaalvoer⁷. Daarna sloeg de netto invoer om in netto uitvoer. De spectaculaire stijging van het overschot op de lopende rekening begin jaren tachtig sloeg voor een flink stuk neer in netto aankopen van obligaties (zie grafiek 2.1). In de tweede helft van de jaren tachtig stonden Nederlandse obligaties in zeer sterk toenemende buitenlandse belangstelling. Een harde munt en een solide debiteuren-status – niet voor niets beoordelen de rating-agencies Moody's en Standard & Poors Nederlandse schuldenaren als zeer kredietwaardig – en een relatief aantrekkelijke rente-opbrengst vormden daarbij de achtergrond. Tegelijkertijd zakten de Nederlandse aankopen van buitenlandse obligaties in. Daardoor sloeg de netto uitvoer weer om in netto invoer. Begin jaren negentig werd de buitenlandse belangstelling minder terwijl tegelijkertijd Nederlandse beleggers hun buitenlandse obligatieportefeuille sneller gingen opbouwen. Het resultaat was een spectaculaire omslag van het saldo in het grensoverschrijdende obligatieverkeer.

De andere financiële transacties worden gedomineerd door het kapitaalverkeer van banken. Andere sectoren spelen een bescheidener rol en het betreffende kapitaalverkeer is nogal divers van aard. Daaronder vallen bij voorbeeld langlopend handelskrediet, onroerend-goed-transacties⁸, transacties van zogenaamde Bijzondere Financiële Instellingen (zie kader "Financieringsdochteren van multinationals"), kapitaalverkeer van bedrijven en particulieren, overheidsdeelnemingen en ontwikkelingshulp.

Normaal gesproken zorgt het bankwezen ervoor dat de netto toevloed van financiële middelen uit het buitenland⁹ weer daarheen wordt teruggesluisd onder gelijktijdige ophoging van het netto buitenlands actief van banken. Maar dit actief kan ook veranderen als DNB interventies doet in de valutamarkt: dat gebeurt met name in tijden van wisselkoersrust. Zo intervenieerde DNB stevig in 1992-1993 waardoor de officiële reserves aanzienlijk toenamen. De netto vorderingen van Nederlandse banken op het buitenland verminderden toen (zelfs over de vierjaarsperiode 1991-1994 van tabel

⁷ Daaraan voorafgaand was eveneens sprake van netto kapitaalvoer. Vanaf 1967 tot en met 1974 bedroeg de kapitaalvoer cumulatief f 7 mld en de kapitaaluitvoer f 1 mld.

⁸ Vóór 1984. Nadien worden deze opgevat als directe investeringen. Met name tijdens de onroerend-goed-hausse eind jaren zeventig was sprake van aanzienlijke netto aankopen van buitenlandse panden en grond.

⁹ Zowel geld dat wordt verdiend in de lopende sfeer (overschot lopende rekening) als netto kapitaaltransacties van niet-banken met het buitenland.

2.1 is dit zichtbaar). Verder bestaan er nog statistische verschillen. Hoewel de betalingsbalans in theorie altijd sluit is de praktijk een stuk weerbarstiger¹⁰.

3. Directe investeringen

3.1 Het begrip directe investeringen

Van directe investeringen is, volgens de Nederlandse definitie, sprake wanneer een blijvend belang in een onderneming wordt verkregen met het oogmerk feitelijke invloed op het ondernemingsbeleid uit te oefenen. Er geldt daarbij geen minimum deelnemingspercentage. De meest voorkomende vorm is de kapitaaldeelname, maar ook worden – binnen een eenmaal vastgelegde investeringsrelatie – verstrekte kredieten en rekening-courant-verhoudingen binnen concernverband als directe investeringen aangemerkt. Verder vallen (vanaf 1984) aankopen van onroerend goed en deelnemingen in onroerend-goed-maatschappijen door verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen hieronder. Bij de registratie wordt in beginsel gekeken naar directe belangen. Indirecte belangen zijn moeilijk te meten en daardoor kunnen grote verschillen ontstaan met de registratiewijze van andere landen¹¹.

Kapitaaldeelnames vormen het structurele deel van de directe investeringen en worden veelal geassocieerd met overnames, aangaan van joint ventures en groeneweide-investeringen. Verstrekte investeringskredieten hebben daarentegen veel minder binding met wat in het gangbare spraakgebruik onder deze "investeringen" wordt verstaan. Intra-concern-kredietverlening bestaat in toenemende mate uit transacties van financieringsdochters van Nederlandse multinationals¹².

Uitgaande en inkomende kapitaalstromen vormen de belangrijkste verklaring voor waarom de directe investeringsstanden van Nederland in het buitenland en van het buitenland in Nederland veranderen. Maar aan deze mutaties leveren ook herwaarderingen een bijdrage, waaronder herwaarderingen die voortvloeien uit wisselkoersveranderingen. DNB heeft zicht op de kapitaalstromen omdat voor het opstellen van de betalingsbalans daarover wordt gerapporteerd. Voor de investeringsstanden is DNB aangewezen op een jaarlijkse enquête onder multinationalaal opererende ondernemingen. DNB zelf publiceert geen onderscheid tussen de herwaarderingen die voortvloeien uit wisselkoersveranderingen en andere herwaarderingen. Toch valt daar

¹⁰ Waarschijnlijk heeft het bestaan van statistische verschillen te maken met financiële transacties waarover door de betrokken partijen niet op dezelfde wijze wordt gerapporteerd. Zie kader "Kwaliteit van de statistische gegevens".

¹¹ Zie ook hiervoor het kader "Kwaliteit van de statistische gegevens". Van Nieuwkerk en Sparling (1985) zijn ingegaan op de verschillen tussen de Nederlandse en de Amerikaanse statistiek (pagina 105-109).

¹² Zie kader "Financieringsdochters van multinationals" en ook DNB (1996a) pagina 17-19.

wel iets over te zeggen (onder een aantal veronderstellingen) omdat de investeringsstanden naar land beschikbaar zijn. Overigens spelen, vanuit Nederlands oogpunt, de herwaarderingen uit hoofde van wisselkoersveranderingen alleen bij de Nederlandse investeringen in het buitenland.

3.2 Waarderingskwesties en decompositie

Boekwaarde en marktwaarde

Directe investeringen staan meestal tegen historische kostprijs in de boeken. De waarde van de directe investeringen wordt daardoor onderschat want de marktwaarde is vrijwel altijd hoger dan de boekwaarde. Dat blijkt bij verkoop van buitenlandse belangen: ondernemingen realiseren dan vaak grote boekwinsten¹³. Nederlandse statistieken bieden onvoldoende houvast om de waarderingsverschillen te kwantificeren¹⁴. Op basis van Amerikaanse gegevens is dat echter wél mogelijk. Voor Amerikaanse investeringen in het buitenland en buitenlandse investeringen in de Verenigde Staten heeft het US Department of Commerce berekeningen gemaakt voor de waardering volgens drie verschillende grondslagen: marktwaarde, vervangingswaarde en historische kostprijs. De waarderingsverschillen blijken aanzienlijk. Zo is de marktwaarde van Amerikaanse investeringen in het buitenland bijna twee keer zo hoog als de waarde op basis van historische-kostprijs-waardering. De vervangingswaarde ligt circa een kwart hoger vergeleken met de waarde volgens historische kostprijs. De waarderingsverschillen voor de buitenlandse investeringen in de Verenigde Staten zijn relatief kleiner maar, absoluut gezien, nog steeds erg groot.

¹³ Zo realiseerde Philips een buitengewone bate van f 1 mld à f 1½ mld door de ontvlechting van een joint venture met Matsushita. Zie Philips Jaarverslag 1993 (pagina 43).

¹⁴ In de CBS Statistiek Financiën van Ondernemingen 1994 (pagina 28) wordt onderscheid gemaakt tussen ondernemingen die waarden op basis van historische kostprijs en van vervangingswaarde (ofwel actuele waarde zoals het daar wordt genoemd). Circa 3300 van de 3500 beschouwde ondernemingen (95%) waarden op basis van historische kostprijs: in termen van toegevoegde waarde en werkgelegenheid gelden vergelijkbare percentages. Waarderingsverschillen tussen historische-kostprijs- en vervangingswaarde-ondernemingen zijn uit deze bron echter moeilijk hard te maken. De waarde van de materiële vaste activa per eenheid product (kapitaalcoëfficiënt) is bij historische-kostprijs-ondernemingen (1,38) weliswaar lager dan bij ondernemingen die op vervangingswaarde boekhouden (2,00). Maar deze laatste coëfficiënt is weinig constant in de tijd, waarschijnlijk door het geringe aantal ondernemingen dat op vervangingswaarde boekhoudt. Wellicht kan het verschil uit verschillende kapitaalcoëfficiënten tussen bedrijfstakken worden verklaard. Ook de CBS Statistiek Balans en Resultatenrekening Beurs NVs maakt onderscheid tussen ondernemingen die waarden op basis van historische kostprijs, vervangingswaarde en een combinatie. Ook hier zijn de historische-kostprijs-ondernemingen dominant.

Financieringsdochters van multinationals

Juridisch zelfstandige financiële dochterondernemingen (dat wil zeggen met een eigen rechtspersoonlijkheid) van multinationals worden op een speciale manier behandeld in de registratie van de directe investeringen. Het is wezenlijk hier onderscheid te maken tussen de financiële dochters van Nederlandse en van buitenlandse multinationals.

Veel Nederlandse multinationals hebben aparte dochters die het intra-concern-financieringsverkeer voor hun rekening nemen en dit financieringsverkeer wordt volledig opgevat als directe investeringen. Deze Nederlandse ondernemingen zijn zowel ontvangers van inkomende als uitgevers van uitgaande investeringen. Het gaat hier om grote bedragen: ultimo 1993 bedroegen de standen van zowel de uitgaande als de inkomende directe investeringen van financiële dochters van Nederlandse multinationals f22 mld (een kleine 4% BBP). Beschouwd naar bedrijfstak worden deze dochters (van veelal industriële multinationals) opgevat als dienstverlenende bedrijven.

Financiële dochters van buitenlandse multinationals – de zogenaamde Bijzondere Financiële Instellingen of BFIs – worden in Nederland niet als directe investeerders aangemerkt. Het gaat om bijna 7000 (in 1990) ondernemingen die soms nauw verbonden zijn met een vestiging waar ook andere activiteiten (industriële productie of logistiek) plaatsvinden of soms hier alleen maar zitten om fiscale redenen. Hoewel het strikt genomen geen directe investeerders zijn, is de verwevenheid hiermee doorgaans groot en zijn de verklarende factoren voor waarom ze hier zijn gaan zitten veelal dezelfde. Het kapitaalverkeer dat deze financiële dochters van buitenlandse multinationals voor rekening nemen is buitengewoon omvangrijk. Op de betalingsbalans wordt het gesaldeerd opgenomen onder de inkomende andere financiële transacties. De toegevoegde waarde die deze ondernemingen in Nederland genereren is hoogwaardig (accountants en juridische adviseurs) en bedroeg over 1990 ongeveer driekwart miljard gulden. Voor nadere informatie over de BFIs zie Wellink (1991) en Ouddeken (1993).

Wat betreft de netto Amerikaanse investeringspositie maakt grafiek 3.1 duidelijk dat de (netto) marktwaarde veel groter is dan de (netto) boekwaarde. Op basis van historische-kostprijs-waardering bedroeg de netto investeringspositie eind 1994 US\$ 119 mld terwijl de netto marktwaarde maar liefst US\$ 287 mld groot was. Landen met een groot netto extern investeringsbezit, zoals de Verenigde Staten en Nederland, rekenen zich dan als het ware arm.

Grafiek 3.1 Waardering van Amerikaanse investeringsstanden, 1994

Bron: US Department of Commerce (1996), pagina 70 en 100.

Decompositie veranderingen stand directe investeringen

Voor een berekening van de herwaarderingen, die voortvloeien uit wisselkoersveranderingen, is een overzicht van de Nederlandse directe investeringen naar land van bestemming nodig.

Onze buitenlandse investeringen zijn sterk geconcentreerd in het dollargebied¹⁵ en het Verenigd Koninkrijk. Vergeleken met het geografisch patroon van de goederenuitvoer is continentaal-Europa slecht vertegenwoordigd: met name in Duitsland wordt relatief weinig geïnvesteerd. Het wisselkoersverloop, gewogen met directe-investeringsgewichten, vertoont daarom meestal grotere uitslagen dan de effectieve koers ten opzichte van concurrenten die in CEP en MEV staat weergegeven. Dollar en pond zijn van meer belang en het Duitse-mark-blok minder.

¹⁵ De Verenigde Staten, de meeste ontwikkelingslanden en OESO-landen als Australië en Canada.

Grafiek 3.2 Standen directe investeringen naar land, 1994

Bron: DNB Kwartaalbericht juni 1996 (pagina 49-53).

De geregistreerde waarde van onze directe investeringen in het buitenland is over de periode 1987-1994 toegenomen met *f* 143 mld (zie tabel 3.1). De gecumuleerde uitgaande directe investeringsstromen komen daar met *f* 195 mld ruim boven uit. Wisselkoersveranderingen – met name het dollarverloop – hebben er toe geleid dat de Nederlandse bezittingen in het buitenland, volgens eigen berekeningen, in guldens uitgedrukt *f* 28 mld minder waard werden. Ten slotte resteert een vermogensverlies van cumulatief *f* 24 mld zonder duidelijk aanwijsbare oorzaak. Waarschijnlijk speelt hier afboeking van goodwill een rol. Bij overname van een bestaande buitenlandse onderneming moet het volle pond (zichtbaar in de uitgaande kapitaalstromen) worden betaald terwijl een lagere waarde in de boeken terecht komt¹⁶.

Aan de inkomende kant geldt een vergelijkbare ontwikkeling. Hier is de stand toegenomen met *f* 101 mld en ook hier kwam de vermogensaanwas meer dan volledig voor rekening van de kapitaalstromen. Ook hier waren de herwaarderingen negatief hetgeen waarschijnlijk eveneens aan de goodwill-afwaardering moet worden toegeschreven.

Netto is de geregistreerde investeringspositie dus *f* 41 mld toegenomen tussen eind 1986 en eind 1994. Daarvoor was een netto kapitaaluitvoer nodig van *f* 84 mld. De netto vermogensverliezen bedroegen derhalve *f* 43 mld waarvan twee-derde deel kan worden

¹⁶ Een andere mogelijke oorzaak voor het bestaan van een restpost *andere herwaarderingen* is dat kapitaaldeelnames niet altijd gepaard hoeven te gaan met (grensoverschrijdende) kapitaalstromen. Ze kunnen ook worden gerealiseerd zonder dat sprake is van enige betaling, bij voorbeeld door inbreng van vorderingen, goederen, licenties of know-how. Zie van Nieuwkerk en Sparling (1987) pagina 49.

toegeschreven aan de harde gulden. Weliswaar is de periode 1987-1994 niet geheel representatief omdat de waarde van de dollar sterk onderuit ging. Maar ook over een langere periode (zie tabel 3.1) geldt dat de harde gulden heeft bijgedragen aan de geregistreerde erosie van onze investeringen in het buitenland.

Tabel 3.1 Decompositie veranderingen stand directe investeringen, 1975-1994^a

| | 1975- 1978 | 1979- 1982 | 1983- 1986 ^b | 1987- 1990 | 1991- 1994 | 1987- 1994 | 1975- 1994 |
|--|---------------|---------------|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | mld gld | | | | | | |
| <i>Nederland in het buitenland</i> | | | | | | | |
| Stand (ultimo) | 60,6 | 104,3 | 130,1 | 191,8 | 272,7 | | |
| Mutatie stand | 11,0 | 43,7 | 25,8 | 61,7 | 81,0 | 142,6 | 223,1 |
| - Kapitaalstromen | 20,8 | 43,3 | 45,2 | 90,8 | 104,6 | 195,4 | 304,7 |
| - Herwaarderingen | -9,8 | 0,4 | -19,4 | -29,2 | -23,6 | -52,8 | -81,6 |
| - Door wisselkoersveranderingen ^c | -9,3 | 9,3 | -23,1 | -23,2 | -5,2 | -28,4 | -51,5 |
| - Andere herwaarderingen ^c | -0,5 | -8,9 | 3,7 | -5,9 | -18,4 | -24,3 | -30,1 |
| <i>Buitenland in Nederland</i> | | | | | | | |
| Stand (ultimo) | 31,6 | 47,2 | 77,2 | 128,0 | 178,4 | | |
| Mutatie stand | 7,9 | 15,6 | 30,0 | 50,9 | 50,3 | 101,2 | 154,7 |
| - Kapitaalstromen | 8,5 | 16,1 | 21,7 | 55,8 | 55,6 | 111,4 | 157,6 |
| - Herwaarderingen | -0,6 | -0,5 | 8,4 | -4,9 | -5,3 | -10,2 | -2,9 |

^a Gecumuleerd over de periode.

^b Vertekend door reeksbreuken.

^c Verdeling van de herwaarderingen naar oorzaak op grond van eigen berekeningen.

3.3 Rendementen

Het rendement op directe investeringen wordt gedefinieerd als het quotiënt van vermogensopbrengsten en de gemiddelde investeringsstand. Vermogensopbrengsten verschijnen op de kapitaalopbrengstenbalans van de lopende rekening en bestaan uit winst (opbrengsten van deelnemingen), rente op investeringskredieten en onroerend-goed-opbrengsten. De winsten maken het leeuwedeel uit van de vermogensopbrengsten. Van jaar tot jaar echter laten ze grote schommelingen zien omdat ze sterk worden beïnvloed door de winstgevendheid van productie in die landen waarin is geïnvesteerd. Daarentegen is het verloop van de rente op investeringskredieten vrij vlak. Schommelingen in de lange rentevoet zijn hierin nauwelijks zichtbaar. Van Nieuwkerk en Sparling (1985) constateerden dat tien jaar geleden al en stelden dat waarschijnlijk sprake was van een lage en vrijwel constante intra-concern-verrekenrente (pagina 22).

Het rendement dat Nederlandse ondernemingen in het buitenland realiseren ligt enkele punten onder hetgeen buitenlandse ondernemingen in Nederland weten te

behalen. Dit verschil is met name gelokaliseerd in de investeringsrelaties met de Verenigde Staten. Dat is verder uitgewerkt in paragraaf VI.2 van het CEP 1996.

Grafiek 3.3 Rendementen directe investeringen, 1987-1994

Bron: DNB en CBS Statistiek Financiën van Ondernemingen

Ook het CBS geeft in de Statistiek Financiën van (Grote) Ondernemingen (SFGO) informatie over de buitenlandse deelnemingen van ruim 3000 grote Nederlandse ondernemingen en de resultaten die daarop worden behaald. Aan de inkomende kant bestaan gegevens over de waarde van het eigen vermogen van ondernemingen in Nederland met een buitenlandse moeder. Omdat ook hun winsten bekend zijn kunnen met deze gegevens rendementen worden berekend. Niveauvergelijking van de aldus berekende uitgaande en inkomende rendementen (SFGO) onderling én met de rendementen van directe investeringen (DNB) is een hachelijke zaak omdat de tellers en noemers steeds een andere inhoud hebben. Maar aan een vergelijking in de tijd kleven minder bezwaren. De ontwikkeling van deze SFGO-rendementen lijkt redelijk te sporen met de DNB-rendementen.

4. Aandelen

4.1 Beurswaarde en decompositie

Beleggen in aandelen heeft vanaf midden jaren tachtig een hoge vlucht genomen. Zoals bleek uit paragraaf 2 zijn de aankopen van buitenlandse aandelen door Nederlandse (met name institutionele) beleggers in korte tijd verveelvoudigd. Thans is circa 65% van ons

buitenlands aandelenbezit in handen van verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen tegenover 35% in 1987¹⁷.

Grafiek 4.1 Standen aandelenbeleggingen naar land, 1994

Bron: DNB Kwartaalbericht september 1996 (pagina 41-44).

Cumulatie van aankopen en beurskoerswinsten hebben er toe geleid dat de beurswaarde van ons aandelenbezit in het buitenland is opgelopen van circa f 40 mld (9% BBP) eind 1986 naar ongeveer f 119 mld (19% BBP) eind 1994. Nederlandse beleggers zijn met name actief op de Amerikaanse en Britse aandelenbeurzen maar ook de beurzen van Tokyo en Frankfurt mogen zich in Nederlandse belangstelling verheugen. Bijna tweederde deel van de waardevermeerdering van ons buitenlandse aandelenbezit gedurende 1987-1994 komt op rekening van aankopen van buitenlandse aandelen. De rest vloeit voort uit beurskoerswinsten. De negatieve herwaarderingen die voortvloeien uit wisselkoersveranderingen zijn hier – zowel absoluut als relatief – kleiner dan bij de directe investeringen omdat een groter deel van de aandelenbeleggingen is geconcentreerd in harde-munt-landen.

¹⁷ Zie DNB Kwartaalbericht september 1996 (pagina 14).

Tabel 4.1 *Decompositie veranderingen stand aandelen, 1987-1994^a*

| | Nederland in het buitenland | | | Buitenland in Nederland | | |
|--|-----------------------------|-----------|-----------|-------------------------|-----------|-----------|
| | 1987-1990 | 1991-1994 | 1987-1994 | 1987-1990 | 1991-1994 | 1987-1994 |
| | mld gld | | | | | |
| Stand (ultimo) | 56,2 | 119,1 | | 94,6 | 185,9 | |
| Mutatie stand | 16,5 | 62,9 | 79,4 | 13,1 | 91,3 | 104,4 |
| - Kapitaalstromen | 14,0 | 34,6 | 48,6 | 1,1 | 1,9 | 3,0 |
| - Herwaarderingen | 2,5 | 28,3 | 30,8 | 12,0 | 89,4 | 101,4 |
| - Door wisselkoersveranderingen ^b | -8,2 | -0,8 | -8,9 | | | |
| - Door veranderingen beurskoersen ^b | 7,0 | 19,3 | 26,3 | 4,7 | 65,8 | 70,5 |
| - Andere herwaarderingen ^b | 3,6 | 9,8 | 13,4 | 7,3 | 23,6 | 30,9 |

^a Gecumuleerd over de periode.

^b Verdeling van de herwaarderingen naar oorzaak op grond van eigen berekeningen.

Buitenlandse marktpartijen hebben van oudsher aanzienlijk meer in ons land belegd dan Nederlanders in het buitenland¹⁸. Met name Amerikanen, Britten en Zwitsers stroopten Beursplein 5 af¹⁹. Eind 1986 bedroeg de waarde van hun portefeuille met Nederlandse fondsen *f* 82 mld (19% BBP) en eind 1994 was dat opgelopen tot *f* 186 mld (30% BBP). Deze waardeverandering kan op geen stukken na worden verklaard uit aankopen van Nederlandse aandelen door het buitenland: deze bedroegen over de periode 1987-1994 een bescheiden *f* 3 mld (nog geen 3% van de waardevermeerdering). De decompositie van de waardeverandering van onze aandenschuld aan het buitenland (eigen berekeningen) levert op dat ruim twee-derde deel kan worden verklaard uit beurskoerswinsten die buitenlandse beleggers hebben behaald op hun Nederlandse aandelenportefeuille. Beurskoerswinsten vormen waarschijnlijk ook voor het resterende kwart de verklaring. Blijkbaar zijn buitenlandse vermogensbeheerders in staat geweest de AEX-index te verslaan. Dat kan niet direct worden verklaard uit hun sterk afwijkende pakketsamenstelling²⁰. Het kan bepaald niet worden uitgesloten dat buitenlandse beheerders van Nederlandse fondsen beter presteren dan hun Nederlandse collega's en

¹⁸ Zie paragraaf 2 voetnoot 5.

¹⁹ Omdat New York, London en Zürich financiële knooppunten zijn kunnen hierachter beleggers uit andere landen schuilgaan. Daardoor kunnen onze aandenschulden aan de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland zijn overschat en die aan andere landen onderschat.

²⁰ Buitenlanders hebben meer dan evenredige belangstelling voor de vijf, op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde, internationale concerns (zie paragraaf 4.3). Maar toch vormt dit geen echte verklaring voor hun goede beleggingsperformance want de koersindex van de internationals deed het over 1987-1994 niet beter dan die van andere fondsen.

Nederlandse particulieren: bij voorbeeld dat ze beter zijn in "picking the winners" en/of een betere timing voor aankopen en verkopen hebben²¹.

Netto bedroeg de Nederlandse kapitaaluitvoer over 1987-1994 *f* 46 mld terwijl de netto Nederlandse aandelenvorderingen op het buitenland met *f* 25 mld zijn afgenomen (tabel 4.1). Dit netto vermogensverlies van *f* 71 mld komt voornamelijk voor rekening van herwaarderingen uit hoofde van beurskoerswinsten. Omdat buitenlandse marktpartijen van oudsher aanzienlijk meer in ons land hebben belegd dan Nederlanders in het buitenland leidde vooral dit samenstellingseffect tot het netto vermogensverlies bij beurskoerswinsten²². Dat verklaart de paradox: netto kapitaaluitvoer en toch netto vermogensverliezen.

4.2 Beurskoersen internationaal

Het grote belang van beurskoerswinsten voor de verklaring van het netto vermogensverlies is aanleiding om dieper in te gaan op de internationale vergelijking van de beurskoersontwikkelingen. De Amsterdamse effectenbeurs heeft het uitstekend gedaan over de periode 1987-1994. Weliswaar blijkt uit grafiek 4.2 dat zowel de AEX-index als de buitenlandse index beide bijna zijn verdubbeld tussen eind 1986 en eind 1994. Maar daarbij moet worden aangetekend dat de gerealiseerde koersstijgingen in Amsterdam voornamelijk zijn gebaseerd op de goede winstontwikkeling van Nederlandse ondernemingen in keiharde gulden. De vergelijking met bij voorbeeld de Londense beurs gaat mank omdat het koersverloop aldaar is gebaseerd op winstontwikkelingen in destijds boterzachte ponden. De beurskoersen (FT-100-index) zijn weliswaar harder gestegen dan in Amsterdam maar, rekening houdend met het opgetreden wisselkoersverlies van het pond tegenover de gulden van cumulatief 15% over 1987-1994, zouden beleggers toch beter af zijn geweest als ze op het Amsterdamse paard hadden gewed. Vergeleken met de aandelenmarkten van Europese harde-munt-landen komt Amsterdam goed uit de bus.

²¹ Zie ook het artikel "Pensioenfondsen vaker naar buiten voor vermogensbeheer" in de Volkskrant 20 september 1996. De toonzetting daar is er een van Nederlandse dumbo's versus buitenlandse haaien.

²² Zie ook Sparling (1993) pagina 47-48 en Sparling (1994) pagina 106-107.

Grafiek 4.2 Aandelenkoersen internationaal vergeleken, 1987-1994

^aGewogen gemiddelde van die buitenlandse aandelenbeurzen waar Nederlanders hebben belegd.
Bron: OESO Main Economic Indicators.

De relatief goede ontwikkeling van de Amsterdamse beurs is in de eerste plaats het gevolg van het relatief goede winstverloop van Nederlandse ondernemingen. Als voorbeeld is in grafiek 4.3 de ontwikkeling van de arbeidsinkomensquote van de Nederlandse industrie afgezet tegenover (landen van) de Europese Unie en de Verenigde Staten.

Grafiek 4.3 Arbeidsinkomensquote industrie internationaal vergeleken, 1987-1994

Bron: CPB CEP 1997 (bijlage B3).

In de tweede plaats heeft Amsterdam het goed gedaan door het gewijzigde beleggingsbeleid van Nederlandse verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.

Deze institutionele beleggers hebben vanaf midden jaren tachtig het accent verlegd van beleggen in vastrentende waarden naar aandelen: zowel binnenlands als buitenlands. Alleen al gezien de omvang van deze beleggers op de middelgrote Amsterdamse beurs heeft de grotere vraag naar binnenlandse aandelen geleid tot hogere koersen. Want daartegenover stond onvoldoende aanbod uit emissie-activiteiten. Zoals eerder opgemerkt hebben over de periode 1987-1994 buitenlandse marktpartijen nauwelijks Nederlandse aandelen gekocht. Het buitenlandse belang in de totale Nederlandse beurskapitalisatie is tussen eind 1986 (circa 45%) en eind 1994 dan ook gedaald tot onder de 40%. Dat is opmerkelijk want grotere invoerpenetratie van buitenlandse marktpartijen op de Amsterdamse beurs zou wél voor de hand hebben gelegen. Juist in de tussenliggende periode is het internationale kapitaalverkeer geliberaliseerd en geëxplodeerd. Ook gezien het relatief uitstekende koersresultaat is dat een opmerkelijke ontwikkeling.

4.3 Rendementen

Het dividendrendement op aandelenbeleggingen is gedefinieerd als het quotiënt van dividend²³ en de gemiddelde beurswaarde. Koerswinsten op aandelenbeleggingen worden dus niet meegenomen in de rendementsberekeningen. Dit in tegenstelling tot wat aan beleggingsresultaten in de krant komt. Daar geeft een goed beursjaar (bij voorbeeld 1993) fantastische rendementen en een slecht beursjaar (zoals 1994) lage of zelfs negatieve rendementen.

Buitenlandse beleggers behalen een aanzienlijk hoger dividendrendement op hun Nederlandse aandelenportefeuille dan Nederlanders kunnen realiseren in het buitenland. Dat is opmerkelijk want bijna de helft van ons aandelenbezit is belegd in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (zie grafiek 4.1) en juist ondernemingen in die landen staan bekend om hun relatief grote dividendumkeringen. Daar staat tegenover dat circa 25% van ons aandelenbezit is geconcentreerd in Japan en Duitsland en in deze landen is in het algemeen sprake van relatief lage dividendumkeringen²⁴. Overigens is het

²³ Netto opbrengsten: dat wil zeggen ná aftrek van ingehouden dividendbelasting. Daarmee stemt de definitie overeen met de DNB-registratie van de grensoverschrijdende dividendstromen. Dividendbelasting wordt immers ingehouden vóórdat dividend wordt uitgekeerd aan de buitenlandse aandeelhouder.

²⁴ Sparling (1994) stelt daaromtrent dat *bij vergelijking met buitenlandse bronnen blijkt dat het bruto dividendrendement op Nederlandse aandelen samen met dat van het Verenigd Koninkrijk relatief hoog is ten opzichte van bijvoorbeeld de Verenigde Staten, Duitsland, Frankrijk en Japan. Juist op deze landen hebben Nederlandse beleggers grote aandelenposities opgebouwd. Voor sommige landen wordt dit lage dividendrendement veroorzaakt door een relatief terughoudend dividendumkeringsbeleid, terwijl bij andere landen een beduidend hogere koers/winstverhouding hieraan ten grondslag ligt (pagina 105). Zie ook DNB (1996a) pagina 11-12.*

rendementsverschil begin jaren negentig wel kleiner geworden omdat het dividendrendement op Nederlandse aandelen is gedaald.

Grafiek 4.4 Dividendrendement, 1987-1994

DNB

Nederlandse Beurs NVs
(exclusief banken en verzekeringsmaatschappijen)

Bron: DNB en CBS Statistiek Balans en Resultatenrekening Beurs NVs.

Wat betreft het hoge dividendrendement dat buitenlanders in Nederland kunnen realiseren werpt een nadere analyse van de Nederlandse beursgenoteerde fondsen enig licht op de zaak. De vijf zogenaamde internationale concerns zijn dominant aanwezig op de Amsterdamse beurs. Met een beurswaarde van ruim f 168 mld maakten deze ondernemingen²⁵ 34% uit van de totale beurskapitalisatie (f 491 mld) eind 1994. Juist de aandelen van de internationale concerns zijn aanzienlijk meer dan evenredig in buitenlandse handen. Voor buitenlanders hebben deze fondsen een grotere naamsbekendheid, is de verhandelbaarheid zekerder en is de kans een kat in de zak te kopen kleiner. Zo meldde Shell in het jaarverslag 1994 dat naar schatting 63% van de aandelen Koninklijke Olie in buitenlandse handen was²⁶. Het vergelijkbare aandeel voor de Amsterdamse beurs als geheel is de eerder genoemde kleine 40% en ongerekend Koninklijke Olie zelfs maar ruim 30%. Het dividendrendement van juist die fondsen waarin buitenlanders veel beleggen – Koninklijke Olie voorop – steekt met kop en

²⁵ Koninklijke Olie, Unilever, Philips, AKZO Nobel en Hoogovens.

²⁶ Zie ook het artikel "Nederland populair bij Amerikaanse beleggers" in het Financieel Dagblad 14 juni 1996 (naar aanleiding van een rapport van Technometrics, een Newyorks bureau dat aandeelhoudersbelangen van 2200 institutionele beleggers in kaart bracht).

schouder uit boven het dividendrendement van de andere beursgenoteerde ondernemingen.

Ook Kang en Stulz (1995) vinden in een onderzoek voor Japan dat buitenlanders relatief zwaar investeren in aandelen van grote ondernemingen²⁷. Samen met *home bias* – beleggers houden in grote mate vast aan binnenlandse beleggingen – gebruiken ze dit als argument tegen de portefeuilletheorie. Deze stelt immers dat risico kan worden geminimaliseerd (gegeven een bepaald verwacht rendement) door spreiding van beleggingen over ondernemingen en landen. Mogelijk heeft *home bias* bij buitenlandse beleggers bijgedragen aan de niet-toegenomen invoerpenetratie op de Amsterdamse beurs (paragraaf 4.2).

5. Obligaties

5.1 Beurswaarde en decompositie

Het Nederlands bezit van buitenlandse obligaties bedroeg f 89 mld (15% BBP) per ultimo 1994. Beleggers hebben een grote voorkeur voor Duitse obligaties want bijna 45% van ons bezit is daarin belegd. Nummer twee in de rangorde, Amerikaanse obligaties, heeft een aandeel van maar 10%. Bij de decompositie van de mutatie van de obligatievermogens spelen dezelfde factoren als bij aandelenbeleggingen, maar de herwaarderingen die voortvloeien uit beurskoersen, hebben hier uiteraard betrekking op obligatiekoersen. De beurswaarde van het Nederlandse bezit van buitenlandse obligaties is tussen eind 1986 en eind 1994 met f 53 mld toegenomen. Dat komt voornamelijk omdat Nederlandse beleggers voor cumulatief f 57 mld buitenlandse obligaties hebben gekocht. Ook hier traden vermogensverliezen op omdat de valuta van de landen waarin was belegd deprecieerden ten opzichte van de gulden. Wel waren (volgens eigen berekeningen) de herwaarderingen door wisselkoersveranderingen hier kleiner dan bij directe investeringen en aandelen. Dat komt omdat een relatief groot deel is belegd in harde-munt-landen met voorop Duitsland. Andere herwaarderingen komen voornamelijk tot stand door obligatiekoersveranderingen²⁸.

²⁷ Zie ook de samenvatting van hun onderzoek in ESB 17 januari 1996 (pagina 54).

²⁸ Een eigen berekening van de herwaarderingen door veranderingen van beurskoersen stuit hier op problemen omdat geen obligatie-koersindices beschikbaar zijn voor die landen waarin Nederlanders hebben belegd. Benadering van deze koersindices via de lange-rente-ontwikkeling geeft geen bevredigende resultaten. Daarom geldt bij veronderstelling dat alle andere herwaarderingen dan die uit hoofde van gewijzigde wisselkoersen zijn ontstaan door obligatiekoersveranderingen. Controle van deze veronderstelling aan de inkomende kant (dat wil zeggen: bij de beleggingen van buitenlanders in Nederland, waar een dergelijke berekening wel mogelijk is) geeft een aanwijzing dat dit zo gek nog niet is. Aan de andere kant staat echter de ontwikkeling van de gewogen gemiddelde lange rente in de landen, waarin Nederlanders hebben belegd. Deze is licht gestegen tussen eind 1986 en eind 1994 terwijl het totaal van de restpost

Grafiek 5.1 Standen obligatiebeleggingen naar land, 1994

Bron: DNB Kwartaalbericht september 1996 (pagina 41-44).

Het buitenlands bezit van Nederlandse obligaties had eind 1994 een waarde van f 119 mld (19% BBP). Het houderschap is ogenschijnlijk buitengewoon scheef verdeeld. Buitenlandse schuldeisers komen voor 90% uit maar drie landen: Zwitserland, België en Luxemburg²⁹. De obligaties in handen van buitenlanders zijn over de periode 1987-1994 met f 77 mld in waarde gestegen en, net als bij het Nederlandse obligatiebezit, verklaren ook hier aankopen de bulk van de stijging. Van de resterende herwaarderingen (cumulatief - f 3 mld) kan vrijwel alles (wederom volgens eigen berekeningen) worden toegeschreven aan licht gedaalde obligatiekoersen als gevolg van de fractioneel hogere Nederlandse lange rente eind 1994 vergeleken met de stand acht jaar eerder.

herwaarderingen minus die door wisselkoersveranderingen cumulatief bijna + f 2 mld is over deze periode (zie tabel 5.1).

²⁹ Deze verhoudingsgetallen overschatten het *echte* belang van deze landen. Zo zijn in België en Luxemburg clearinginstellingen gevestigd. Clearinginstellingen zijn een soort effectenkantoren waar veranderingen van vorderingen en schulden tussen marktpartijen met elkaar worden verrekend: dit om te voorkomen dat beleggers met koffers vol obligaties de aardbol rond moeten zeulen. Blijkbaar is de houderschap-registratie niet in staat verder dan de clearinginstellingen te kijken. Obligatiebezittingen worden dus wat betreft hun herkomst toegerekend aan landen waarin die instellingen zijn gevestigd (Sparling (1993) pagina 53). Dat geldt evenwel niet (of in mindere mate) voor de kapitaalstromen: daaruit blijkt een aanmerkelijk kleiner aandeel van België en Luxemburg (zie DNB Jaarverslag).

Netto levert de decompositie van de waardeveranderingen een min of meer normaal beeld op. De toename van de netto obligatieschuld aan het buitenland (cumulatief f 24 mld) is voornamelijk ontstaan door netto kapitaalvoer van cumulatief f 23 mld.

Tabel 5.1 Decompositie veranderingen stand obligaties, 1987-1994^a

| | Nederland in het buitenland | | | Buitenland in Nederland | | |
|--|-----------------------------|---------------|---------------|-------------------------|---------------|---------------|
| | 1987- 1990 | 1991- 1994 | 1987- 1994 | 1987- 1990 | 1991- 1994 | 1987- 1994 |
| | mld gld | | | | | |
| Stand (ultimo) | 46,8 | 88,9 | | 75,5 | 119,2 | |
| Mutatie stand | 10,9 | 42,1 | 53,0 | 33,0 | 43,7 | 76,7 |
| - Kapitaalstromen | 14,2 | 42,6 | 56,8 | 44,5 | 35,5 | 80,0 |
| - Herwaarderingen | -3,3 | -0,5 | -3,8 | -11,5 | 8,2 | -3,3 |
| - Door wisselkoersveranderingen ^b | -5,4 | -0,3 | -5,7 | | | |
| - Door veranderingen beurskoersen ^b | 2,1 | -0,2 | 1,9 | -14,4 | 10,7 | -3,7 |
| - Andere herwaarderingen ^b | | | | 2,9 | -2,5 | 0,4 |

^a Gecumuleerd over de periode.

^b Verdeling van de herwaarderingen naar oorzaak op grond van eigen berekeningen.

5.2 Rendementen

Het obligatierendement is gedefinieerd als het quotiënt van vermogensopbrengsten en de gemiddelde beurswaarde. Net als bij aandelenbeleggingen komen koerswinsten niet tot uiting in de rendementsberekeningen maar leiden deze tot opwaartse herwaarderingen.

Nederlandse beleggers realiseerden over de gehele periode 1987-1994 een hoger rendement op hun buitenlandse obligatiebeleggingen dan buitenlanders in Nederland. Gedurende de tweede helft van de jaren tachtig bedroeg het rendementsverschil ongeveer twee punten³⁰. Daarmee weerspiegelt (met vertraging) het rendementsverschil het nominale lange-rente-écart tussen Nederland en het buitenland. Vanaf begin jaren negentig is het écart nihil of zelfs licht negatief en in het kielzog loopt het rendementsverschil langzaam terug.

³⁰ Zie ook Sparling (1993) pagina 57.

Grafiek 5.2 Lange rente internationaal en obligatierendementen, 1987-1994

^aGewogen gemiddelde van lange rentevoeten in die landen waar Nederlanders hebben belegd.
Bron: DNB en OESO Main Economic Indicators.

6. Andere vermogens en officiële reserves

Zoals gezegd in paragraaf 2 worden de andere financiële transacties gedomineerd door het kapitaalverkeer van banken. Andere sectoren spelen een bescheidener rol. Het is dan ook weinig verrassend dat de externe activa en passiva van banken verreweg de belangrijkste component vormen van de andere vermogens: circa 80% ultimo 1994 voor zowel activa als passiva. Vermogens van niet-banken zijn nogal divers van aard. Hieronder vallen bij voorbeeld deelnemingen van de overheid in internationale organen, vorderingen van bedrijven op en verplichtingen aan buitenlandse banken, kapitaalvlucht van particulieren (zie kader) en schuldverhoudingen van BFIs (zie kader "Financiële dochters van multinationals" in paragraaf 3).

Tabel 6.1 Decompositie veranderingen stand andere vermogens, 1987-1994^a

| | Nederland in het buitenland | | | Buitenland in Nederland | | |
|-------------------|-----------------------------|-----------|-----------|-------------------------|-----------|-----------|
| | 1987-1990 | 1991-1994 | 1987-1994 | 1987-1990 | 1991-1994 | 1987-1994 |
| | mld gld | | | | | |
| Stand (ultimo) | 352,3 | 381,1 | | 300,6 | 347,7 | |
| Mutatie stand | 107,7 | 28,8 | 136,5 | 93,1 | 47,0 | 140,2 |
| - Kapitaalstromen | 164,8 | 29,6 | 194,4 | 151,2 | 57,6 | 208,8 |
| - Herwaarderingen | -57,0 | -0,8 | -57,9 | -58,1 | -10,6 | -68,6 |

^a Gecumuleerd over de periode.

De overgang op de nieuwe richtlijnen van het IMF maakt het mogelijk een decompositie te maken van waarom de andere vermogens zijn veranderd. Voorheen werden de bancaire (lees: monetaire sectoren) kapitaalstromen gesaldeerd weergegeven op de kapitaalrekening. Toch is de nodige voorzichtigheid geboden bij de interpretatie van de resultaten van tabel 6.1. Dat komt omdat niet alle kapitaalstromen leiden tot vermogensvorming (ontwikkelingshulp is een voorbeeld) en ook omdat juist hier een aantal *zwakke plekken* zit in de registratie. Wel zijn de aanzienlijke negatieve herwaarderingen bij zowel de vorderingen op als de verplichtingen aan het buitenland plausibel. Dat komt omdat beide voor het leeuwendeel luiden in buitenlandse valuta waardoor de vermogensstanden bij omrekening naar guldens neerwaarts moesten worden aangepast.

Rendementen

De wisselwerking tussen vermogensopbrengsten en de vermogensstanden is moeizaam. Alleen voor bankrente en bancaire posities kan een rendement worden berekend dat enigszins betrouwbaar oogt. Dat komt omdat zowel de bancaire activa als passiva nagenoeg volledig rentedragend zijn. De rendementen liggen over 1987-1994 tussen 6% en 10% en volgen grosso modo de lange-rente-ontwikkeling. Gemiddeld over deze periode komt het rendement van Nederlandse vorderingen op het buitenland licht hoger uit als dat van de verplichtingen aan het buitenland.

De vermogensopbrengsten van niet-banken zijn in het algemeen gering en dat komt vooral omdat lang niet alle vorderingen en verplichtingen opbrengstdragend zijn. Van de wel-opbrengstdragende vorderingen is het onwaarschijnlijk (kapitaalvlucht) of onzeker (bedrijven) of de baten wel op de kapitaalopbrengstenbalans worden verantwoord.

Kapitaalvlucht van particulieren

Vanaf begin jaren tachtig hebben Nederlanders in steeds groter getale kapitaal naar het buitenland gebracht. Als belangrijk motief noemt ter Braak (1991) het ontlopen van belastingheffing op rente-inkomsten. Op basis van teruggekeerde duizend gulden biljetten heeft DNB een inschatting gemaakt van de uitstaande stand aan gevlucht kapitaal: Sparling (1993) noemt een bedrag van f 28 mld voor 1990 dat voornamelijk is belegd bij Zwitserse, Belgische en Luxemburgse banken. Ultimo 1986 bedroeg de stand f 16 mld en een schatting voor eind 1994 komt uit op f 36 mld. Deze standen zijn benaderd door de terugzendingen over een lange reeks van jaren te cumuleren en deze opgetelde kapitaalstromen vormen als zodanig het geregistreerde buitenlands vermogen van Nederlandse particulieren. Maar deze registratie onderschat de werkelijke waarde van het vluchtkapitaal schromelijk. Het is immers erg onwaarschijnlijk dat deze middelen zo maar renteloos in een buitenlandse oude kous liggen. Ze zullen voornamelijk zijn belegd in obligaties en aandelen. Daardoor zijn vermogens opgebouwd die opbrengsten genereren en bloot staan aan herwaarderingsen.

Het is mogelijk een kwantitatieve inschatting te maken van de werkelijke waarde en van de vermogensopbrengsten van het vluchtkapitaal. Daartoe dienen een aantal veronderstellingen te worden gemaakt voor de startwaarde, de spreiding van beleggingen over vermogenscomponenten en landen alsmede voor herbelegging van behaalde opbrengsten¹. De waarde van het gevlucht kapitaal komt voor eind 1994 dan aanzienlijk hoger uit (ongeveer het dubbele) van wat Sparling aangeeft: f 71 mld. Het hierop behaalde rendement is bij veronderstelling een gewogen gemiddelde van de dividend- en obligatierendementen en is gedurende de periode 1987-1994 vrijwel monotoon gedaald van 6½% naar 4½%. Voor 1994 leidt dit tot vermogensopbrengsten van ruim f 3 mld die – uiteraard – niet worden verantwoord op de kapitaalopbrengstenbalans.

¹Startwaarde ultimo 1982 f 8 mld conform Sparling. De uitgaande kapitaalstromen (= duizend gulden biljetten) worden belegd volgens een vaste verdeelsleutel over Nederlandse obligaties (50%), buitenlandse obligaties (15%), Nederlandse aandelen (25%) en buitenlandse aandelen (10%). De vermogens zelf volgen deze vaste sleutel uiteraard niet want de herwaarderingsen en de opbrengsten werken per vermogenssegment anders uit. De buitenlandse-effecten-portefeuille heeft dezelfde geografische samenstelling als van *echte* beleggers (zie grafieken 4.1 en 5.1). Behaalde opbrengsten worden voor de helft herbelegd en wel in hetzelfde segment en voor de andere helft opgesoupeerd.

Officiële reserves

De Nederlandse officiële reserves zijn opgelopen van f 63 mld (eind 1986) naar f 83 mld (eind 1994). De hierop betrekking hebbende kapitaaluitvoer was echter bijna tweemaal zo groot. De aanzienlijke negatieve herwaardering komt voornamelijk op rekening van de goudvoorraad: per ultimo 1986 werd een kilo goud tegen f 22 600 gewaardeerd tegen f 13 600 aan het eind van 1994. Daarnaast spelen herwaarderingen die voortvloeien uit wisselkoersveranderingen een rol. Wat betreft vermogensopbrengsten: een groot deel van de officiële reserves brengt geen baten voort. Uiteraard geldt dit voor de goudvoorraad maar ook ECU-vorderingen genereren geen vermogensopbrengsten.

7. Het zwarte gat**7.1 Vermogensaanwas**

In deze paragraaf komt de analyse van de verschillende vermogenscomponenten in de vier voorafgaande paragrafen weer samen. Voor de periode 1987-1994 is in tabel 7.1 samengevat waardoor de waarde-veranderingen van de netto externe vermogensposities zijn opgetreden.

Tabel 7.1 Netto vermogensaanwas, 1987-1994

| | Stand (ultimo) | | Mutatie stand ^b | | | | Herwaarderingen | | | |
|--------------------------|----------------|-------|----------------------------|----------------------|--------|-------------------|-------------------|--------|--|--|
| | 1986 | 1994 | Totaal | Kapitaal- stromen | Totaal | Wisselk oersen | Beurs- koersen | Andere | | |
| | mld gld | | | | | | | | | |
| Directe investeringen | 52,9 | 94,4 | 41,5 | 84,0 | -42,6 | -28,4 | - | -14,1 | | |
| Aandelen | -41,8 | -66,8 | -25,0 | 45,7 | -70,7 | -8,9 | -44,2 | -17,5 | | |
| Obligaties | -6,6 | -30,3 | -23,7 | -23,2 | -0,5 | -5,7 | 5,6 | -0,4 | | |
| Andere vermogens | 37,1 | 33,4 | -3,7 | -14,5 | 10,8 | . | - | 10,8 | | |
| Officiële reserves | 62,5 | 82,7 | 20,1 | 34,9 | -14,8 | -6,4 | - | -8,4 | | |
| Statistische verschillen | - | - | - | 16,6 | -16,6 | - | - | -16,6 | | |
| Totaal | 104,1 | 113,4 | 9,3 | 143,5 | -134,3 | -49,5 | -38,6 | -46,2 | | |

^a Verklaringen der tekens: - nihil of komt logischerwijs niet voor,
 . niet te berekenen door gebrek aan gegevens

^b Gecumuleerd over de periode 1987-1994.

Een eerste belangrijke verklarende factor voor de erosie van de netto externe vermogenspositie betreft *koerswinsten op aandelenbeleggingen*. Beleggen in aandelen was gedurende 1987-1994 lucratief. Zo bijna-verdubbelden in acht jaar tijd zowel de koersindex van in Amsterdam genoteerde aandelen als de aandelenkoersen op die buitenlandse beurzen waarop Nederlandse beleggers actief waren. Omdat buitenlandse marktpartijen van oudsher aanzienlijk meer in Nederlandse aandelen hebben belegd dan Nederlanders in het buitenland, leidde alleen al het samenstellingseffect tot een forse erosie van onze netto externe aandelenpositie bij koerswinsten. Ondanks netto kapitaaluitvoer van cumulatief f 46 mld over 1987-1994 – we kochten méér buitenlandse aandelen dan het buitenland bij ons – nam de netto externe aandelenschuld toe met f 25 mld.

Erosie van de geregistreerde Nederlandse netto buitenlandse activa kan ook voor een deel op rekening worden geschreven van de *harde gulden*. Omdat veel vorderingen van Nederland in buitenlandse valuta luiden, leidt appreciatie van de gulden tot een neerwaartse aanpassing van de waarde van het vermogen, uitgedrukt in gulden. Met name de geregistreerde waarde van de investeringen en de waarde van de beleggingen in het dollargebied stond flink onder druk want de dollar heeft in acht jaar tijd een kwart van zijn waarde verloren. Door de scherpe waardedaling van de dollar is deze periode niet geheel representatief. Zo zijn begin jaren tachtig, toen de dollar flink opliep, opwaartse herwaarderingen geregistreerd bij de Nederlandse investeringen. Stel eens dat deze analyse over een 'representatievere' periode zou zijn uitgevoerd in plaats van over 1987-1994. Dan zou *de hap uit de koek* (= toename netto extern vermogen als percentage van het cumulatief saldo lopende rekening) niet de circa 7% van grafiek 7.1 hebben bedragen, maar aanmerkelijk groter zijn geweest. Maar toch: ook over een langere periode geldt dat de harde gulden heeft bijgedragen aan de geregistreerde erosie van de netto externe vermogenspositie van Nederland.

Verder spelen nog een tweetal waarderingskwesties een belangrijke rol voor de inschatting van de waarde van onze netto externe activa. Deze zijn evenwel niet zichtbaar in tabel 7.1. In de eerste plaats gaat het daarbij om *verschillende waarderingsmethoden tussen vermogenstitels*. Aandelen worden gewaardeerd tegen beurskoersen en directe investeringen staan meestal tegen historische kostprijs in de boeken. De waarde van de directe investeringspositie wordt daardoor onderschat, want de marktwaarde is vrijwel altijd hoger dan de boekwaarde. Dat blijkt bij verkoop van buitenlandse belangen: ondernemingen realiseren dan vaak grote boekwinsten, vooral in landen met een hoge inflatie en een zwakke munt. Een land als Nederland, met een groot netto extern investeringsbezit en dito aandelenschuld, rekent zich dan als het ware arm.

Grafiek 7.1 Decompositie cumulatief saldo lopende rekening, 1987-1994

Een inschatting van onze werkelijke netto rijkdom is moeilijk te maken omdat de Nederlandse statistieken daarvoor onvoldoende houvast bieden. Waarschijnlijk zal deze enkele tientallen miljarden guldens groter zijn dan volgens de registratie.

In de tweede plaats onderschat de geregistreerde waarde van het gevlucht kapitaal van Nederlandse particulieren de werkelijke waarde schromelijk. De over een reeks van jaren gecumuleerde kapitaalvlucht (= registratie) is hoogstwaarschijnlijk belegd in obligaties en aandelen via buitenlandse banken. Daardoor zijn vermogens opgebouwd die bloot staan aan herwaarderingen door bij voorbeeld beurskoerswinsten.

Een schatting van de werkelijke waarde komt, onder een aantal veronderstellingen, uit op *f* 71 mld eind 1994 en dat is ongeveer het dubbele van de geregistreerde waarde.

Projecties voor externe vermogensposities

Een bewust bedoeld bijproduct van de decompositie is dat deze projecties voor externe vermogensposities mogelijk maakt. Projecties hieromtrent dienen als hulpmiddel bij het opstellen van de kapitaalopbrengstenbalans. Daarnaast is een projectie van de directe investeringen in het buitenland nodig voor het rekenschema dat ten grondslag ligt aan de tabel "Aspecten winstgevendheid en vermogensverhoudingen marktsector" (CEP tabel III.4.3): dit om de rentabiliteit en de solvabiliteit te kunnen berekenen.

Daartoe wordt het decompositieproces, dat in voorgaande paragrafen uit de doeken is gedaan, in omgekeerde volgorde toegepast. In plaats van de vermogensstanden uiteen te rafelen in kapitaalstromen, herwaarderingen en dergelijke, worden uitgaande van de laatstbekende stand, vermogensposities voor opvolgende jaren berekend uit de onderdelen. Daarbij is het van belang voorbije jaren (1995-1996) te onderscheiden van "echte" voorspeljaren.

Voor voorbije jaren zijn veel noodzakelijke gegevens bekend, bijvoorbeeld de kapitaalstromen per vermogenscomponent. De herwaarderingen kunnen worden berekend omdat wisselkoersen en beurskoersen bekend zijn. Voor de winstgevendheid van investeringen in het buitenland wordt het oor te luister gelegd bij de rates of return on capital in de OESO Economic Outlook. Deze methodiek kan worden toegepast voor directe investeringen, aandelen en obligaties. Bancaire posities - de belangrijkste component van de andere financiële vermogens - kunnen worden afgeleid uit de DNB Jaarverslagen en Kwartaalberichten.

Voor "echte" voorspeljaren is uiteraard veel minder bekend en zijn veel meer en bovendien vergaande veronderstellingen nodig. De kapitaalstromen per vermogenscomponent dienen te worden geraamd, waarbij projecties voor het saldo lopende rekening, de OESO rates of return, rente- en wisselkoersontwikkelingen handvaten bieden. Voor de herwaarderingen van de aandelenbezittingen in het buitenland bijvoorbeeld, zijn ramingen nodig voor de Dow-Jones-index. Het zal duidelijk zijn dat "echte" projecties voor externe vermogensposities met flinke korrels zout dienen te worden genomen.

7.2 Vermogensopbrengsten

Niet alleen het geregistreerde netto vermogen heeft zich teleurstellend ontwikkeld, maar ook het geregistreerde saldo van de kapitaalopbrengstenbalans. Nederland heeft hierop geen groot overschot, hetgeen gezien de sterke netto externe vermogenspositie en de jarenlange netto kapitaaluitvoer wel verwacht had mogen worden. Voor een land als Nederland met zijn sterke munt zouden de nominale rendementen op buitenlandse activa, die in buitenlandse valuta luiden, hoger moeten liggen dan die op de passiva. Dat is noodzakelijk om te compenseren voor de vermogensverliezen die worden geleden op de nominale claims op zwakke-munten-landen. Een dergelijke situatie doet zich dan ook voor in Zwitserland en (deels) Japan³¹.

Allereerst dient te worden bedacht dat een belangrijk deel van de vorderingen op het buitenland niet-opbrengstdragend is (een aanzienlijk deel van de officiële reserves en de overheidsdeelnemingen) of buiten het zicht van de registrerende autoriteiten blijft zoals de opbrengsten van gevlucht kapitaal. Het gaat om aanzienlijke bedragen.

Rendementen op Nederlandse beleggingen en investeringen steken over de periode 1987-1994 mager af bij die van buitenlanders in Nederland. Dat speelt met name bij directe investeringen. Het rendement dat buitenlandse ondernemingen in Nederland weten te behalen ligt enige punten boven hetgeen Nederlandse ondernemingen in het buitenland weten te realiseren. Wat betreft aandelenbeleggingen blijken Nederlandse ondernemingen meer dividend uit te keren aan buitenlanders dan omgekeerd. Het dividendbeleid van enkele grote Nederlandse multinationals – Koninklijke Olie voorop – en de meer dan evenredige buitenlandse belangstelling voor dergelijke fondsen draagt bij aan de verklaring hiervoor. Het nominale rendement op ons buitenlands obligatiebezit ligt wel hoger dan het rendement dat het buitenland behaalt op Nederlandse obligaties. Hierin weerspiegelt zich het nominale lange-rente-verschil met het buitenland. Bij obligaties is dus wél sprake van hogere nominale rendementen op onze buitenlandse beleggingen, ter compensatie van de vermogensverliezen. Ook de rendementen op de bancaire activa in het buitenland liggen wat hoger dan die op de passiva. Uitspraken over de rendementen op de andere vermogens zijn wat heikeler omdat niet zeker is welke onderdelen (in welke mate) opbrengstdragend zijn.

³¹ Voor een beschouwing over Zwitserland zie Mauro (1995). Nominale rendementen op Japanse beleggingen in het buitenland liggen aanmerkelijk hoger dan die Japanners moeten betalen op beleggingen die buitenlanders aldaar aanhouden. Voor investeringen geldt dat bepaald niet. Zie Kawai (1994).

Literatuur

Braak L. ter (1991), Het grensoverschrijdende verkeer van Nederlandse bankbiljetten, in DNB Kwartaalbericht december 1991 (pagina 31-35).

CBS Statistiek Financiën van Ondernemingen (diverse jaargangen).

CBS Statistiek Balans en Resultatenrekening Beurs NVs (diverse jaargangen).

CBS Statistiek Institutionele Beleggers (diverse jaargangen).

Cornet P. (1993), Is er nog voldoende zicht op internationale kapitaalstromen? in Bank- en effectenbedrijf april 1993 (pagina 34-37).

CPB (1996), Centraal Economisch Plan 1996.

DNB/SIR (1994), Aanpassing van de presentatie van de Nederlandse betalingsbalans, in DNB Kwartaalbericht juni 1994 (pagina 53-57).

DNB (1996a), De betalingsbalans van Nederland in 1995, in DNB Kwartaalbericht maart 1996.

DNB (1996b), De Nederlandse betalingsbalans volgens nieuwe internationale richtlijnen, in DNB Kwartaalbericht juni 1996 (pagina 33-48).

DNB Jaarverslagen en Kwartaalberichten (diverse uitgaven).

IMF (1997), Balance of payments statistics 1996.

Kawai M. (1994), Accumulation of net external assets in Japan, in Sato R. (editor) (1994), Japan, Europe and international financial markets.

Kang J. en R.M. Stulz (1995), Why is there a home-bias? Analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, NBER Working Paper 5166, July 1995.

Kusters A.P. (1994), Winstgevendheid en vermogensverhoudingen, CPB Onderzoeksmemorandum 115 (december 1994).

Mauro P. (1995), Current account surpluses and the interest rate island in Switzerland, IMF Working Paper 95/24 (februari 1995).

Nieuwkerk M. van, N.P. Driesprong en H. Lub (1984), Het internationale effectenverkeer van Nederland, in DNB Kwartaalbericht september 1984 (pagina 15-26).

Nieuwkerk M. van en R.P. Sparling (1985), De internationale investeringspositie van Nederland, DNB Monetaire Monografie 4.

Nieuwkerk M. van en R.P. Sparling (1987), De betalingsbalans van Nederland: methoden, begrippen en gegevens, DNB Monetaire Monografie 7.

OESO, Main economic indicators.

OESO, Economic Outlook.

Ouddeken F.E.M. (1993), Bijzondere Financiële Instellingen in Nederland, in DNB Kwartaalbericht juni 1993 (pagina 35-49).

Sparling R.P. (1989), Het grensoverschrijdend effectenbezit: standen en rendementen 1983-1987, in DNB Kwartaalbericht maart 1989 (pagina 25-36).

Sparling R.P. (1993), Het externe vermogen van Nederland, in DNB Kwartaalbericht maart 1993 (pagina 47-59).

Sparling R.P. (1994), Het grensoverschrijdend effectenbezit 1986-1993, in DNB Kwartaalbericht september 1994 (pagina 95-110).

US Department of Commerce (1996), Survey of Current Business (september 1996), pagina 69-127.

Wellink A.H.E.M. (1991), Bijzondere Financiële Instellingen: een groeisector, in DNB Kwartaalbericht december 1991 (pagina 7-13).

Abstract

Why has the structural surplus on the Dutch external current account failed to result in a substantial net external asset position? Why is net investment income from abroad only marginally positive? These questions come down to a *space odyssey*: a quest for the *black hole*. This article analyzes the period 1987-1994. The strong guilder and the composition effect of external share holdings explain two thirds of net asset evaporation. Since liabilities outnumbered assets by almost two to one, significant capital gains on both assets and liabilities worsened the net external asset position considerably. Low net investment income can be attributed partly to a large rate-of return differential in the direct investment relationship with the US. Moreover, large parts of Dutch external assets generate no investment income. Finally, statistics are likely to underestimate both net external wealth and investment income. Since direct investments are valued at historical cost, countries with large net FDI holdings, such as the Netherlands, are wealthier than official statistics suggest. Furthermore, individual asset holdings abroad are considerably larger than calculated on the basis of capital outflows. As a result, net asset evaporation is not as dramatic as statistics suggest. Indeed, the parallel with a black hole seems to be close. As the real thing in outer space contains hidden mass, the Dutch black hole contains hidden wealth. An abbreviated version of this Research Memorandum in English – *the quest for the black hole* – was published in CPB Report 1997/1 (April 1997).