

Wat is de relatie tussen de betalingsbalans en de internationale vermogenspositie van een land? Deze vraag staat centraal in dit proefschrift. In dit kader wordt ook ingegaan op de vraag waarom Nederland, ondanks decennia van overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans, toch geen noemenswaardige netto internationale vermogenspositie heeft. En uiteraard wordt het thema 'dark matter' behandeld. Hoe is het mogelijk dat de financiële positie van de Verenigde Staten veel sterker is dan men zou verwachten na decennia van grote tekorten in het lopende verkeer? Bij het antwoord op deze vragen spelen waardeveranderingen van buitenlandse bezittingen, zoals veranderende aandelenkoersen of afschrijvingen op buitenlandse investeringen, een hoofdrol. Deze effecten zijn niet op de betalingsbalans geregistreerd en worden in deze studie voor een aantal landen in kaart gebracht.

Wim Boonstra (1958) is Chief Economist van Rabobank Nederland.

ISBN 978 90 8659 1855



VU Uitgeverij
www.vu-uitgeverij.nl

Wim Boonstra De betalingsbalans en de externe vermogenspositie

> Wim Boonstra

> De betalingsbalans en de externe vermogenspositie
> Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken

VU Uitgeverij

VRIJE UNIVERSITEIT

De betalingsbalans en de externe vermogenspositie

Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken

ACADEMISCH PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad Doctor aan
de Vrije Universiteit Amsterdam
op gezag van de rector magnificus
prof.dr. L.M. Bouter,
in het openbaar te verdedigen
ten overstaan van de promotiecommissie
van de faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde
op donderdag 13 maart 2008 om 13.45 uur
in de aula van de universiteit,
De Boelelaan 1105

door

Wieger Willem Boonstra

geboren te Amsterdam

promotor: prof.dr. H. Visser
copromotor: prof.dr. M. van Nieuwkerk

Opgedragen aan mijn vader, Ap Boonstra (7 november 1920 – 28 september 2004)

Leescommissie:
prof.dr. F.A.G. den Butter
prof.dr. B. Compaijen
prof.dr. S.C.W. Eijffinger
prof.dr. H. Jager
prof.dr. J. Swank

VU Uitgeverij is een imprint van

VU Boekhandel / Uitgeverij bv
De Boelelaan 1105
1081 HV Amsterdam

E-mail: info@vu-uitgeverij.nl
Internet: www.vu-uitgeverij.nl

© 2008, Wim Boonstra

Omslagontwerp: De Ontwerperij, Amsterdam (Marcel Bakker)
Verzorging binnenwerk: JAPES, Amsterdam (Jaap Prummel)

ISBN 978 90 8659 185 5
NUR 784

All rights reserved. No part of this book may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written consent of the publisher.

Woord vooraf

Het was bij mijn afstuderen in november 1985 dat Prof. Dr. J.G. (Hans) Knol, de Baas, mij toevoegde: “En nu nog een proefschrift, Wim, want een doctorandus krijg je tegenwoordig bij een pakje boter cadeau.” Het heeft even geduurd, maar het is er uiteindelijk dan toch van gekomen.

Dit proefschrift is vooral ontstaan omdat economie zo’n prachtige wetenschap is. In alle jaren waarin ik werkzaam ben geweest, als bankeconoom en als docent, heb ik mij telkens weer gelukkig geprijsd met het feit dat ik aan de economische faculteit ben afgestudeerd. Dat was indertijd niet vanzelfsprekend, ik wist nauwelijks waar ik aan begon toen ik mij dertig jaar geleden voor het eerst aan de poorten van de VU meldde. Maar ik heb het geluk gehad geweldige colleges te krijgen, die mij al snel deden beseffen dat mijn toekomst in de economiebeoefening zou liggen. Bij alle uitmuntende docenten die ik heb mogen aanhoren sprongen er twee uit. Dat waren de hoorcolleges van Prof. Dr. Folkert de Roos en de werkcolleges van Prof. Dr. Hans Visser.

Waarom heeft het dan zo lang geduurd voordat dit proefschrift tot stand kwam? Vooral omdat ondergetekende zich aan de rijke dis van economische onderwerpen nooit lang genoeg kon concentreren op één onderwerp. Daar had ik het geduld niet voor. Er was teveel aanbod, teveel interessante zaken trokken mijn aandacht. Pas toen ik, eind 2003, voor het eerst min of meer bij toeval stuitte op de het vraagstuk van het zwarte gat van Nederland, wist ik dat ik mijn promotieonderwerp had gevonden.

Dat het dan uiteindelijk toch is gelukt is ten eerste te danken aan mijn vader, Aldert Cornelis Boonstra. Hij geloofde er altijd in dat ik nog eens zou promoveren, heeft dat ook altijd aangemoedigd. Het is aan hem dat ik dit boek opdraag. Hij, zelf een geweldig historicus en sprankelend docent, was de aanjager achter mijn academische vorming, hij heeft mij mijn kritische grondhouding aangeleerd.

Mijn promotor, Hans Visser, en copromotor, Marius van Nieuwkerk, hebben mij met hun kritische en opbouwende commentaar enorm gestimuleerd en vooruit geholpen. Betere promotoren kan een promovendus zich niet wensen. Dankzij hun voortvarendheid, en naderhand ook die van de leescommissie, kon dit project in een tamelijk korte doorlooptijd tot stand komen. Ook het commentaar van Pim Claassen en zijn collega’s bij DNB was zeer waardevol.

Vele mensen, teveel om allemaal op te noemen, hebben mij aangemoedigd om dit proefschrift te schrijven. Lense Koopmans, altijd vriendelijk informerend of ik nog eens van plan was om mijn studie af te ronden, mijn vrienden van de Monetaire Kring, mijn collega’s en oud-collega’s bij de Rabobank, allen vormden op hun manier een bron van inspiratie. Dat geldt ook voor mijn lieve kinderen, nooit hele-

maal begrijpend waar ik nu weer mee bezig was, maar nooit klagend over hun vader die nu eenmaal de grens tussen werk en vrije tijd niet zo helder kan stellen.

En, last but certainly not least, is daar Dr. Sanja Kregar, mijn lieve vrouw, steun en toeverlaat. De jaren waarin dit proefschrift tot stand is gekomen waren in veel opzichten buitengewoon moeilijk. Zonder Sanja was niet alleen dit proefschrift er niet gekomen, maar was er nog veel meer fout gegaan in mijn leven. Lief, bedankt!

Almere, november 2007

Wim Boonstra

Inhoudsopgave

Woord vooraf	5
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en relevantie van het onderwerp	11
Inleiding	11
Globalisering in een notendop	12
Extern vermogen en vergrijzing	17
Kapitaaldekking in een gesloten economie	18
De levenscyclushypothese: van micro naar macro	19
De werkelijkheid	21
Een nieuwe kijk op de betalingsbalans	22
Hoofdstuk 2: De betalingsbalans en het externe vermogen	25
De betalingsbalans	25
Het evenwicht op de betalingsbalans	31
De internationale vermogenspositie	34
Weerbarstige werkelijkheid	38
Het meten van de internationale vermogenspositie	41
Hoofdstuk 3: De drijvende krachten achter de internationale vermogenspositie	43
Inleiding	43
Enkele gestileerde voorbeelden ter verduidelijking	43
Een tussenstand	47
De belangrijkste drijvende krachten	49
De minder gestileerde werkelijkheid	51
Tot besluit	53
Hoofdstuk 4: De externe positie van enkele industrielanden nader bekeken	55
Inleiding	55
Analyse in dollars	56
De post financiële derivaten	57
Een aantal landen nader beschouwd	59
Hoe de post statistische verschillen moet worden geïnterpreteerd	60
Omvang van de bruto standen	62
Samenstelling van activa en passiva	64
De Verenigde Staten	67
Japan	69
Duitsland	76
Frankrijk	80

Verenigd Koninkrijk	84
Italië	88
Spanje	92
Canada	95
Zwitserland	98
Finland	104
Nederland	108
Tot besluit	110
Hoofdstuk 5: De Verenigde Staten: de casus van de ‘zwarte materie’	111
Inleiding	111
Historisch perspectief	111
De Amerikaanse betalingsbalans en vermogenspositie	112
Nadere beschouwing van de Amerikaanse externe positie	116
Analyse over een langere periode	124
Een alternatieve benadering: de zwarte materie	127
Gevolgen voor de dollar: Bretton Woods-II?	130
De opkomst van de olie-exporteurs	135
Tot besluit: einde van het dollartijdperk?	136
Hoofdstuk 6: Nederland: de casus van het ‘zwarte gat’	139
Nederland, land van spaaroverschotten	139
Het zwarte gat	140
Het grensoverschrijdende kapitaalverkeer	143
De componenten van de financiële rekening en het externe vermogen nader beschouwd	145
Het totaalrendement op buitenlandse activa en passiva	155
Het ‘zwarte gat’ nader in kaart gebracht	156
Conclusie	157
Hoofdstuk 7: Integratie van de vermogensstatistiek in de betalingsbalans	159
Inleiding	159
Integratie vermogens- en betalingsbalansstatistieken	160
Enkele gestileerde voorbeelden	162
Toepassing op de Verenigde Staten en enkele andere landen	168
Mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden	175
Tot besluit	178
Hoofdstuk 8: Tot besluit	181
Overzicht en samenvatting	181
Beperkingen	182
Afscheid van de lopende rekening?	186
Conclusies	191

Appendix 1: Lijst van in de hoofdtekst gehanteerde afkortingen	194
Appendix 2: Wiskundige formalisering van het samenstellings- en prestatie-effect	196
Lijst van geraadpleegde literatuur	198
Samenvatting	211
Summary	213
Résumé	215
Sažetak	219
Zusammenfassung	221

Hoofdstuk 1

Probleemstelling en relevantie van het onderwerp

Inleiding

Deze studie gaat over de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen. Onder het externe vermogen van een land wordt verstaan het geheel aan bezittingen die de ingezetenen in het buitenland aanhouden, verminderd met de vorderingen van buitenlanders op de ingezetenen van het land. Het externe vermogen wordt ook wel aangeduid als internationaal vermogen. Daarom worden deze termen in deze studie als synoniemen door elkaar heen gebruikt.

De centrale probleemstelling van dit proefschrift luidt:

‘Wat bepaalt de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen?’

Een afgeleide vraag hierbij is: *‘Is het met het oog op de vergrijzing van de bevolking voor een land slecht als het er niet in slaagt om een netto buitenlands vermogen op te bouwen?’*

De keuze voor deze probleemstelling is de constatering dat de externe vermogenspositie van sommige landen zich anders ontwikkelt dan men op grond van betalingsbalansstromen zou verwachten. Nederland is daarvan een voorbeeld. Daarom wordt in hoofdstuk 6 ook uitgebreid stilgestaan bij de vraag:

‘Hoe kan het dat Nederland, dat meer dan 20 jaar aaneen een omvangrijk nationaal spaaroverschot heeft gekend, per saldo toch geen noemenswaardige netto vermogenspositie heeft opgebouwd? Wat is de achterliggende oorzaak, wat zijn de gevolgen en welke lessen kunnen uit de gebeurtenissen in het verleden worden getrokken?’

Voor de uitwerking van de centrale probleemstelling moet eerst een serie deelvragen worden uitgewerkt. Zo moet het begrip ‘extern vermogen’ nader worden omschreven. Waaruit bestaat het externe vermogen van landen? Dit gebeurt in hoofdstuk 2 van deze studie, waarin ook de opbouw van de betalingsbalans beknopt wordt toegelicht. De volgende vraag is hoe landen hun internationale vermogenspositie opbouwen. In dit kader is ook de wisselwerking tussen de betalingsbalans van landen en hun externe vermogenspositie van belang. Hierna wordt ingegaan op het belang van de externe vermogenspositie voor een land. Welke economische rol speelt het externe vermogen van landen?

Voorafgaand aan dit alles rijst natuurlijk de vraag naar de relevantie van het onderwerp. Deze vraag kan echter pas goed worden beantwoord nadat duidelijk wordt gemaakt wat de economische betekenis van de externe vermogenspositie van een land is. Daartoe zal in de rest van dit hoofdstuk eerst kort worden beschreven hoe de

wereldeconomie in hoog tempo aan het veranderen is en met name hoe het vrije internationale kapitaalverkeer zich heeft ontwikkeld. Vervolgens wordt ingegaan op de rol die het externe vermogen volgens sommigen heeft te spelen bij de opvang van de gevolgen van de vergrijzing. Tot slot van dit hoofdstuk wordt beknopt beschreven hoe wereldwijd de betalingsbalanssaldi zich hebben ontwikkeld. Daarbij wordt expliciet stilgestaan bij de vraag hoe deze ‘global imbalances’ eruit zouden zien als de ontwikkeling van het externe vermogen nader in de beschouwing wordt betrokken. Hierbij zal steeds worden aangegeven in welke hoofdstukken van dit proefschrift deze materie nader zal worden uitgewerkt.

Het onderzoek in dit proefschrift sluit aan op de uitgebreide buitenlandse literatuur die in de loop van de afgelopen jaren is ontstaan over de ‘global imbalances’ en de internationale vermogensposities van landen. Wat betreft dit laatste moeten met name de werken van Lane & Milesi-Feretti worden genoemd. Vergeleken met hun publicaties, waarin in het algemeen naar groepen van landen wordt gekeken, geeft dit proefschrift een meer gedetailleerde analyse van de ontwikkeling van de externe positie van een aantal individuele landen. De externe vermogenspositie van Nederland is zelden onderwerp van studie. Naast de jaarlijkse overzichten van de ontwikkeling van het Nederlandse externe vermogen in de decemberuitgave van het Statistisch Bulletin van De Nederlandsche Bank (DNB) en de publicaties van Sparling (2002) en Van Nieuwkerk & Sparling (1985) zijn vooral de publicaties van Kusters (1997; 1998) het vermelden waard.

Globalisering in een notendop

De wereldeconomie is in een hoog tempo aan het veranderen. Doordat steeds meer landen actief participeren in de wereldhandel zijn de onderlinge krachtsverhoudingen tussen landen aan voortdurende wijzigingen onderhevig. Dit komt tot uiting in een explosieve groei van de internationale handel. Tussen 1975 en 2005 is het wereldhandelsvolume met in totaal ruim 300% gestegen [data CPB, mei 2007]]. De toename van het grensoverschrijdende kapitaalverkeer is in deze periode nog forser geweest.

Het meest spectaculaire voorbeeld van deze ontwikkeling is de razendsnelle opkomst van China als economische wereldmacht. Aan het begin van de jaren '90 was dit land een arm ontwikkelingsland en als exporteur was de Chinese impact op de wereldeconomie te verwaarlozen. In 1991 bedroeg de Chinese uitvoer ongeveer de helft van de Nederlandse. Anno 2006 is China de op twee na belangrijkste exporteur ter wereld en staat het op het punt om de koppositie over te nemen. Maar China staat hierin niet alleen. Ook andere voormalige ontwikkelingslanden hebben aansluiting gevonden bij de wereldeconomie en ontwikkelen zich tot potentieel belangrijke spelers. Doordat letterlijk miljarden arbeiders zich hebben aangediend als productiefactor is mondiaal de verhouding tussen kapitaal en arbeid aan het verschuiven. De concurrentie vanuit de ‘emerging markets’ drukt de reële loonontwikkeling in het Westen, de import van goedkope Chinese producten drukt de inflatie in de industrielanden en de interventies uit hoofde van het valutabeleid van de Chinese centrale bank bepalen de rente op de internationale kapitaalmarkten [CPB (2006-b); (2006-c)].

Het hier in een notendop beschreven proces wordt wel aangeduid als globalisering. Dit proces wordt beïnvloed door tal van onderliggende krachten. Deze kunnen worden teruggevoerd op politieke, economische en technische factoren. Over het onderwerp globalisering is een immense hoeveelheid literatuur verschenen. Een goed overzicht kan worden gevonden in Galbraith et al. (2001), Wolf (2005), Viator (2007) en Friedman (2005). Voor een kritisch tegengeluid, zie Stiglitz (2002). Wat betreft de politieke factor moet boven alles worden gewezen op de val van de Berlijnse muur en daarmee de ineenstorting van het politieke systeem in de meeste communistische landen. Dit mondde uit in een groter aantal markteconomieën die aansluiting zochten bij de wereldeconomie.

In dit rijtje hoort ook China, hoewel het politieke systeem van dat land in theorie nog steeds op een communistische leest is geschoeid. Overigens is de eerste aanzet voor de Chinese opmars van een oudere datum, want de eerste hervormingen werden door de toenmalige partijleider Deng Xiaoping al in 1978 doorgevoerd. Wat betreft de economische factoren is vooral de trend naar vrije internationale handel en vrij kapitaalverkeer van belang. Dit heeft de wereldeconomie een enorme impuls gegeven. De laatste decennia is de technologiefactor steeds belangrijker geworden. Met name de komst van het internet, de ongekende groei in computertechnologie en de steeds goedkoper wordende internationale communicatiemogelijkheden hebben heel veel barrières tussen landen weggenomen. Deze lagere barrières hebben het eenvoudiger gemaakt om productieprocessen naar het buitenland te verplaatsen. Dit proces begon met het verplaatsen van de productie van laagwaardig werk naar lagelonenlanden. Dankzij het feit dat steeds meer emerging markets zelf beschikken over meer hoogwaardige technologieën en beter geschoolde arbeidskrachten kennen hun producten langzaam maar zeker een steeds hogere toegevoegde waarde. Het outsourcen van activiteiten wordt steeds eenvoudiger. Dankzij de sterk in kwaliteit toegenomen communicatiemogelijkheden zijn plannings- en transporttechnieken enorm verbeterd. Daardoor kan productie uit de hele wereld tegenwoordig snel bij de eindconsument zijn. Wel is het zo, dat naarmate de productie van producten en hun onderdelen fragmenteert en daardoor steeds meer mondiaal verspreid plaatsvindt, de regie van de transportstromen van halfabrikaten en eindproducten steeds meer een cruciale factor wordt voor succesvol opereren [Den Butter (2006)].

Meer recentelijk is ook de dienstensector geconfronteerd met het outsourcen van activiteiten. De voorbeelden zijn legio. Zo kan een Nederlandse klant met een vraag tegenwoordig worden geholpen vanuit een in Zuid-Afrika gevestigd call-centre. Indiase specialisten kunnen vrijwel 'real time' röntgenfoto's van bijvoorbeeld patiënten van Amerikaanse artsen bestuderen. En Nederlandse accountants worden geconfronteerd met concurrentie vanuit Midden Europa, Afrika of Azië. Voor een analyse van de wijze waarop het globaliseringsproces de Nederlandse economie heeft geraakt: zie Van Ewijk et al. (2006), Boonstra et al. (2006).

De wereld wordt door dit alles steeds transparanter, barrières worden lager en de wereldwijde concurrentie wordt steeds heviger. Veel analyses van het globaliseringsproces richten zich dan ook vooral op de gevolgen voor de concurrentiepositie tussen landen en de invloed die ervan uitgaat op de financiële markten. Overigens gaat de opmars van de globalisering in het algemeen ook samen met de opkomst van demo-

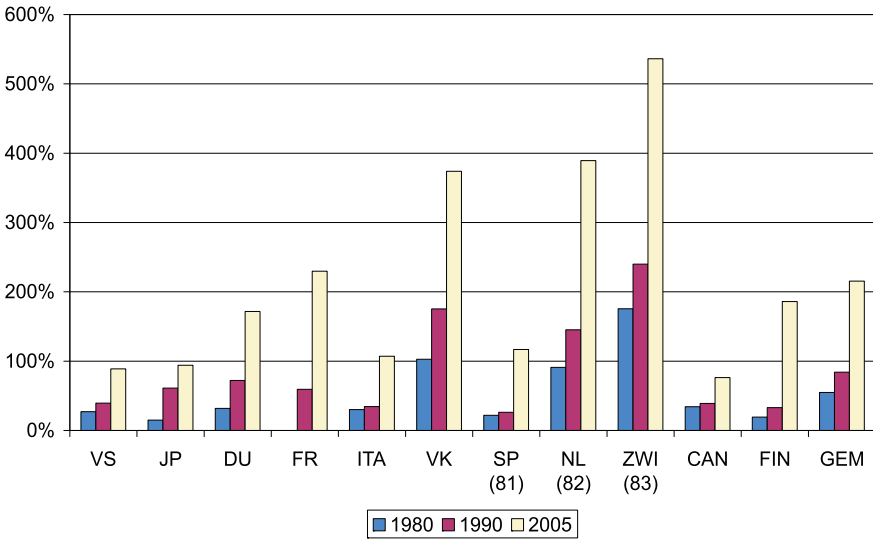
cratische staatsvormen, al zijn er uitzonderingen. Voor een analyse van dit aspect van de globalisering: zie Eichengreen & Leblang (2006).

Een minder bekend aspect van de globalisering is de explosieve groei van de grensoverschrijdende investeringen en beleggingen. Sinds het grensoverschrijdende kapitaalverkeer in de meeste landen is vrijgegeven, heeft dit tot een indrukwekkende toename van het internationale kapitaalverkeer geleid [Kubelec et al. (2007)]. Dit kapitaalverkeer beweegt zich daarbij, althans in ontwikkelde economieën met een convertibele valuta, los van het internationale goederenverkeer. In een niet al te ver verleden diende het kapitaalverkeer vooral om de saldi op de lopende rekening van de betalingsbalans te compenseren. Landen met tekorten op de lopende rekening moesten deze tekorten financieren, terwijl landen met overschotten deze overschotten lieten neerslaan in vorderingen op het buitenland.

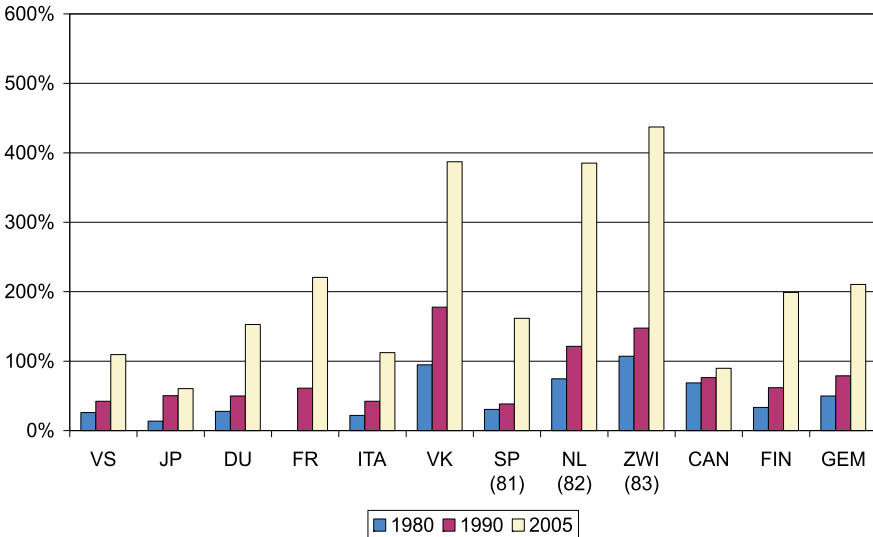
Tegenwoordig is het grensoverschrijdende kapitaalverkeer de dominante factor. Beleggers en bedrijven nemen op grond van risico- en rendementsoverwegingen hun besluiten om al of niet in het buitenland te opereren. Voor zover het nationale spaarsaldo van een land (= saldo lopende rekening van de betalingsbalans) hiervoor onvoldoende ruimte biedt kunnen de ontstane tekorten (of overschotten) eenvoudig worden gecompenseerd op de financiële markten of in het internationale bancaire circuit. Het internationale structurele kapitaalverkeer gedraagt zich, kort gezegd, zo goed als geheel zelfstandig ten opzichte van het nationale spaarsaldo [Visser (2001)]. Zelfs landen met omvangrijke spaartekorten, zoals de Verenigde Staten (VS), kunnen zich nog steeds ontpoppen als belangrijke investeerders in het buitenland. Als de som van het lopende en het structurele financiële verkeer een overschot of tekort vertoont kan dit altijd worden verrekend via de diverse salderingsposten, zoals het korte kapitaalverkeer of de voorraad officiële reserves. In totaal is de betalingsbalans naar zijn aard immers per definitie in evenwicht.

Ook in de hoogtijdagen van de Gouden Standaard, die liepen van grofweg 1880 tot aan het begin van de Eerste Wereldoorlog in 1914, was sprake van een relatief grote mate van vrijhandel en financiële integratie in de wereldeconomie. De huidige globaliseringsgolf wijkt echter in een aantal opzichten af van eerdere vergelijkbare periodes. Zo was het netto grensoverschrijdende kapitaalverkeer tussen landen in de 19e eeuw weliswaar vergelijkbaar met de huidige periode van financiële integratie, maar waren de bruto stromen indertijd veel kleiner [Kindleberger (1985)]. Kindleberger (1985) stelt dat de brutostromen indertijd niet noodzakelijkerwijs veel groter waren dan de nettostromen. Verder wijst hij er op dat veel internationaal kapitaalverkeer een omweg betrof, waarbij bijvoorbeeld Franse beleggers hun geld belegden in door de Franse spoorwegen in Londen uitgegeven (en dus in Sterling luidende) obligaties. Kindleberger (1985) en (1993) bevatten tal van voorbeelden van dergelijke transacties. Er werden daardoor dus ook in veel mindere mate grote wederzijdse bruto vorderingen opgebouwd dan tegenwoordig. Een ander groot verschil is dat in de 19e eeuw relatief veel kapitaal vanuit industrielanden, het Verenigd Koninkrijk (VK) voorop, naar zich ontwikkelende landen (met de nadruk op de koloniën) vloeide, terwijl in de afgelopen decennia de belangrijkste kapitaalstromen juist tussen industrielanden onderling optraden [Schularick (2005)].

Grafiek 1.1.a: internationale activa als percentage van het BBP



Grafiek 1.1.b: internationale passiva als percentage van het BBP



Bron: IMF, IFS, augustus 2007

Als gevolg van de snelle groei van het internationale kapitaalverkeer hebben de ontwikkelde economieën in de loop van de afgelopen decennia enorme wederzijdse vooruitgang opgebouwd. Dit wordt geïllustreerd met grafieken 1.1.a en 1.1.b. De keuze van de landen in de hier gepresenteerde grafieken is niet willekeurig. Een en ander

wordt verderop in dit hoofdstuk nader toegelicht. Verder wordt er op gewezen dat de cijfers voor Nederland niet de zogeheten Bijzondere Financiële Instellingen (BFI) omvatten. Dergelijke BFI betreffen vestigingen van buitenlandse bedrijven die gelden via Nederland doorsluizen die in feite niets met de Nederlandse economie van doen hebben. Daarom zijn zij in de analyse in dit proefschrift buiten beschouwing gelaten. Overigens zijn de data van de andere landen niet geschoond voor BFI. Dit is in toenemende mate een verstoring, omdat dergelijke instellingen in enkele andere industrielanden ook aan belang winnen. DNB rapporteert het externe vermogen van Nederland ook inclusief BFI, in tabel 5.14 van haar Statistisch Bulletin.

Het zijn dus al lang niet meer louter en alleen de handelsstromen die landen met elkaar verbinden. In toenemende mate zijn landen door middel van wederzijdse beleggingen en investeringen met elkaar vervlochten geraakt. De onderlinge afhankelijkheden worden door dit alles stevig vergroot. Een recessie in de VS raakt tal van grote Nederlandse bedrijven rechtstreeks, niet alleen via hun uitvoer naar de VS, maar vooral ook via hun activiteiten aldaar. Als gevolg van de sterke onderlinge verbinding van landen via wederzijdse beleggingen en investeringen raken hun economieën en financiële markten ook steeds meer met elkaar vervlochten. In dit proefschrift wordt niet ingegaan op de vraag welke invloed dit heeft op de manier waarop economische schokken zich tussen landen voortplanten. Evenmin wordt uitvoering ingegaan op de integratie van financiële markten. Voor deze onderwerpen wordt verwezen naar de literatuur, zoals Lane & Milesi-Feretti (2003) en Eijffinger & Lemmen (2003), alsmede de daarin aangehaalde publicaties.

Een nieuw fenomeen hierbij is de opkomst van de investeerder vanuit de ‘emerging market’. Het is al een langer bestaand fenomeen dat Chinese bedrijven investeren in Afrikaanse landen (vooral grondstofwinning) [Trinh & Voss (2006), Gill & Reilly (2007)]. Meer recent worden wij geconfronteerd met investeerders die vanuit bijvoorbeeld Hong Kong, China of India investeren in ontwikkelde economieën. Het Indiase Mittal Steel neemt via een vijandig bod het Franse Arcelor over. Het Nederlands/Engelse Corus wordt geconfronteerd met een vriendelijk overnamebod door de Tata Group, eveneens vanuit India. Investeerders uit Hong Kong hebben al stevige belangen in de Rotterdamse haven. Recent kondigde China de oprichting van de ‘State Investment Company’ aan. Dit fonds, een zogeheten ‘Sovereign Wealth Fund’ (SWF), met een omvang van meer dan \$ 200 miljard, zal een rol spelen bij het diversifiëren van de Chinese reserves. Met ingang van augustus 2007 mogen Chinese ingezetenen in buitenlandse aandelen beleggen, zij het dat dit vooralsnog is beperkt tot aan de beurs van Hong Kong genoteerde effecten [Jessop (2007)]. De globalisering is hiermee een nieuwe fase ingegaan. Niet alleen China, ook andere landen hebben een SWF om zogeheten ‘overtollige reserves’ te beheren. Dit leidt in kringen van politici en beleidsmakers tot enige onrust bij beleidsmakers, mede ingegeven door een gebrek aan transparantie bij sommige van deze fondsen en de vrees dat zij zich niet alleen door zuivere beleggingsmotieven laten leiden [Struijs (2007)]. Dit onderwerp wordt in de slotbeschouwing in hoofdstuk 8 nader besproken.

Extern vermogen en vergrijzing

Een land bouwt een externe vermogenspositie op, hetzij positief, hetzij negatief, zodra het met betalingsbalansonevenwichtigheden wordt geconfronteerd. Met name de lopende rekening van de betalingsbalans, per definitie gelijk aan het nationale spaarsaldo, is wat dit betreft een belangrijke grootheid [Pugel en Lindert (2000), Sawyer & Sprinkle (2006)]. Zo bouwt een land netto buitenlands bezit op als het een nationaal spaaroverschot heeft, terwijl een nationaal spaartekort leidt tot een buitenlandse schuld.

Toch is het voor een land zeker niet per definitie noodzakelijk om een nationaal spaaroverschot of –tekort te hebben om een externe vermogenspositie op te bouwen. Ook vanuit betalingsbalans evenwicht kan een netto vermogenspositie worden opgebouwd. Wel is het zo, dat een van nul afwijkend saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans ceteris paribus altijd leidt tot een verandering in de netto internationale netto vermogenspositie. Overigens moet dit saldo wel worden gecorrigeerd voor het saldo op de vermogensoverdrachtenrekening. Voor de meeste landen is dit saldo van ondergeschikt belang, al zijn er opmerkelijke uitzonderingen (zie hoofdstuk 4).

Op de mechanismen achter de opbouw en dynamiek van de internationale vermogenspositie van landen wordt uitvoerig ingegaan in hoofdstuk 3. Vervolgens worden deze mechanismen modelmatig verder uitgewerkt en voor een aantal landen gekwantificeerd (hoofdstuk 4).

Er ligt dus een rechtstreekse relatie tussen het nationale spaarsaldo en de opbouw van een internationale vermogenspositie. Zo beschouwd kan de internationale vermogenspositie worden beschouwd als een soort van “nationale spaarpot”. Het mogelijke belang van het vormen van zo’n spaarpot kan het beste worden geïllustreerd aan de hand van de wijze waarop de oudedagsvoorziening van landen is georganiseerd. Dit is een onderwerp dat zich als gevolg van de vergrijzing van de bevolking de laatste jaren in een explosief toegenomen aandacht mag verheugen.

De vorming van een goede oudedagsvoorziening is één van de belangrijkste spaarmotieven [Kauffmann (1993)]. Soms worden daarbij collectieve spaarpotten gevormd, bijvoorbeeld in de vorm van pensioenfondsen, waarbij daadwerkelijk voor de oudedagsvoorziening wordt gespaard. Een dergelijk stelsel wordt aangeduid als een kapitaaldekkingstelsel. Dit in tegenstelling tot een zogeheten omslagstelsel, waarin de werkende generaties premies betalen waarvan de gepensioneerden worden onderhouden. In het eerste geval (kapitaaldekking) beschikt de gepensioneerde dus daadwerkelijk over een financieel vermogen, dat kan worden aangewend om in zijn levensonderhoud te voorzien. In het tweede geval (omslagstelsel) is dat niet het geval en is zijn claim gebaseerd op de impliciete aanname dat de volgende generatie net zo goed voor haar ouderen zal zorgen als de huidige dat doet. Kauffmann (1993) wijst er op dat als mensen vertrouwen hebben in een oudedagsvoorziening op basis van een omslagstelsel, dat kan leiden tot een lagere spaarquote omdat dan noch de overheid, noch de inwoners sparen voor de pensioenvoorziening. Overigens is de oudedagsvoorziening weliswaar een belangrijk, maar zeker niet het enige spaarmotief.

De eerste claim is juridisch sterker dan de tweede. Dat is één van de redenen dat een stelsel op kapitaaldekking in het algemeen degelijker wordt geacht dan een om-

slagstelsel. Toch ontlopen de twee stelsels elkaar in veel opzichten minder dan het op het eerste gezicht lijkt. Zou bijvoorbeeld de bevolkingsopbouw van een land stabiel zijn, dan zijn de kosten van beide stelsels gelijkmatig over de generaties verdeeld en is een omslagstelsel financieel gesproken niet slechter houdbaar dan een stelsel op basis van kapitaaldekking. Voorts heeft Koopmans er in 1993 al op gewezen dat in een gesloten economie de beide stelsels althans macro-economisch aan elkaar gelijk zijn. Dat neemt overigens niet weg dat in een stelsel van kapitaaldekking de gepensioneerden worden betaald vanuit door henzelf opgebracht vermogen. De werkenden hebben dan niet, of althans minder het gevoel dat zij de gepensioneerden ‘onderhouden’.

Als de bevolkingsopbouw van een land niet stabiel is, is het raadzaam om voor de ouderdagsvoorziening daadwerkelijk aan fondsvorming te doen. Immers, in geval van een vergrijzende bevolking zal de ratio tussen economisch actieven en economisch inactieven verslechteren. Dit zou er in een omslagstelsel toe leiden dat een slinkende groep economisch actieven de kosten van een groeiende groep gepensioneerden zou moeten dragen. De gevolgen daarvan zijn dan onvermijdelijk hetzij een verlaging van de pensioenen, danwel hogere premies (dus een verlaging van het netto inkomen van de werkenden). Het is duidelijk dat dit tot grote spanningen tussen generaties kan leiden. Met het vormen van pensioenfondsen kan in ieder geval de financiële claim van de ouderen worden veiliggesteld. Overigens zijn er tal van mogelijkheden om aan fondsvorming te doen. Men kan pensioenfondsen organiseren op basis van de zogeheten “defined contribution”, “defined benefit” of een mengvorm van beiden. Ook kan men strikt op individuele basis aan fondsvorming doen. De manier waarop men in een kapitaaldekkingstelsel aan fondsvorming doet heeft weer een zelfstandige impact om de economische ontwikkeling en het te voeren beleid. Dit wint aan belang naarmate de pensioenfondsen, zoals in Nederland, in absolute en relatieve (als percentage van het BBP) zin erg groot worden. Het voert buiten het bestek van deze studie om hier verder op in te gaan. Voor een uitvoerige verhandeling zie Kuné (2004; 2005) en de daarin aangehaalde literatuur.

Kapitaaldekking in een gesloten economie

Toch kan mede op basis van Koopmans’ analyse worden geconcludeerd dat het op voorhand geen uitgemaakte zaak is dat in een gesloten economie een stelsel op basis van kapitaaldekking per definitie beter is. De meeste beschouwingen over de voorbereiding op de vergrijzing van de bevolking leggen in het algemeen een zwaar accent op de financiële gevolgen ervan. Via hogere kosten van ouderdagsvoorzieningen en gezondheidszorg stijgen de kosten voor de overheid, waar veelal lagere inkomsten tegenover staan [Van Ewijk et al. (2006)]. De reële gevolgen van deze ontwikkeling blijven daarentegen vaak buiten beschouwing of worden slechts zijdelings benoemd. De vergrijzing van de bevolking leidt namelijk niet alleen tot een versmalling van het financiële draagvlak, maar leidt ook tot een versmalling van het economische draagvlak van een land.

Dit kan als volgt worden ingezien. Zodra de groep van gepensioneerden dermate groot is geworden dat hun onttrekkingen aan hun pensioenfondsen de pensioenpre-

mies van de werkenden overtreffen, wordt per saldo ingeteerd op het nationale pensioenvermogen. Vanaf dat moment ontstaat een bestedingspotentieel waar c.p. geen groei van het productief vermogen van de economie tegenover staat. Sterker nog, in een scenario waarin de beroepsbevolking in omvang afneemt kan het zelfs zijn dat de productieve basis van de economie niet alleen in relatieve, maar ook in absolute zin krimpt. Of een economie daadwerkelijk krimpt als gevolg van een afname van de beroepsbevolking hangt uiteraard ook af van de groei van de arbeidsproductiviteit. Een stevige toename hiervan kan de groei van het BBP per capita op peil houden. Toch lost dit het verdelingsprobleem tussen werkenden en inactieven apriori niet op, aangezien de vraag opportuun zal blijven in hoeverre de gepensioneerden kunnen meeprofiteren van de productiviteitswinst. In geval van een gesloten economie, waarin wordt afgezien van een bijdrage vanuit het buitenland, zou deze situatie gemakkelijk kunnen ontaarden in een hogere inflatie. Immers, tegenover het toegenomen bestedingspotentieel staat geen extra productie [Koopmans (1993), Boonstra (2004)].

Zodra het buitenland in de beschouwing wordt betrokken ontstaat echter een geheel ander beeld. In dat geval kan een land streven naar een spaaroverschot, dat vervolgens in het buitenland kan worden belegd. Door gestaag te werken aan de opbouw van vorderingen op het buitenland bouwt een land aan een reserve, waar het in tijden van (relatieve) krimp van de beroepsbevolking en daarmee het productiepotentieel op kan interen. Dit interen gebeurt dan via een nationaal spaartekort (tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans), dat kan worden gefinancierd met het 'opeten' van het buitenlandse vermogen.

In veel beschouwingen over het Nederlandse overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans wordt dit mechanisme expliciet of impliciet beschreven. Zo ontstond aan het begin van de jaren '90 van de 20e eeuw in ons land een discussie over het omvangrijke en structurele overschot op de lopende rekening van de Nederlandse betalingsbalans. Daarbij werd meerdere keren opgemerkt dat een dergelijk overschot nodig is om te sparen voor de toekomst door ons pensioenvermogen deels in het buitenland te beleggen [Bovenberg (1991), CED (1992)]. Hetzelfde argument werd overigens in de tweede helft van de jaren '80 door Japan aangevoerd ter rechtvaardiging van het grote Japanse overschot op de lopende rekening [Boonstra (1988)]. Het opmerkelijke daarbij is dat alle auteurs er vanuit gaan dat een nationaal spaaroverschot per definitie leidt tot de opbouw van een extern vermogen. Of dit in de praktijk daadwerkelijk zo is wordt eerst theoretisch behandeld (hoofdstuk 3) en vervolgens voor Nederland meer in detail uitgewerkt in hoofdstuk 6. In de slotbeschouwing in hoofdstuk 8 wordt vervolgens meer uitgebreid ingegaan op de vraag of het erg is als een land er niet in slaagt om een positief netto internationaal vermogen op te bouwen.

De levenscyclushypothese van micro naar macro

In de jaren '50 en '60 van de vorige eeuw ontstond de levenscyclushypothese en de daarmee verwante permanente inkomenshypothese [Modigliani & Ando (1963)]. Deze theorieën gaan in op het spaargedrag van mensen door het leven heen. Zij gaan

uit van de idee dat de mensen in het begin van hun economisch actieve leven normaliter schulden opbouwen, die vervolgens worden afgelost waarna een vermogen voor de oude dag wordt opgebouwd. Na pensionering wordt dit vermogen weer afgebouwd. In termen van spaargedrag betekent dit dat gedurende de eerste jaren sprake is van een negatieve spaarquote (spaartekort), waarna een lange periode van productieve jaren met een positieve spaarquote (spaaroverschot) aanbreekt. Na pensionering volgt interen op het vermogen (ontsparring).

In een land met een stationaire opbouw van de bevolking zou dit, uitgaande van een constante participatiegraad, in beginsel tot een spaarsaldo van nul kunnen leiden. Hierbij wordt afgezien van conjuncturele schommelingen, die in de werkelijke wereld tot fluctuaties in de besparingen kunnen leiden. Immers, de mensen in hun meest productieve levensjaren sparen om hun eerder aangegane schulden af te lossen en vervolgens voor hun oude dag te sparen. Tegenover iedere nieuwe gepensioneerde staat in deze stationaire situatie in principe een nieuwe toetreders tot de arbeidsmarkt.

In werkelijkheid hebben landen geen stationaire bevolkingsopbouw. Geboorte- en sterftcijfers fluctueren onder invloed van natuurrampen, oorlogen, medische ontwikkelingen, beleid en economische factoren. Daardoor heeft vrijwel ieder land in de wereld te maken met geboortegolven en daarmee verschuivingen van de opbouw van de bevolking in de loop der tijd. Dit betekent ook dat de relatieve omvang van de groepen sparen en ontsparen in de loop der tijd verandert. In principe zou dit zijn weerslag moeten hebben op de ontwikkeling van het nationale spaarsaldo. Dit zou in de loop der tijd moeten verschuiven van een spaartekort (als de bevolking gemiddeld nog jong is en de bestedingen de productie overtreffen), via een spaaroverschot in de decennia waarin de beroepsbevolking op zijn grootst is naar uiteindelijk weer een spaartekort (als de bevolking is verouderd en op de besparingen wordt ingeteerd). In de volgende paragraaf wordt al kort gekeken hoe de werkelijkheid er wat dit betreft uitziet. Bij de beschrijving van de ontwikkelingen in hoofdstuk 3 zal meer in detail blijken in hoeverre dit beeld in de praktijk ook daadwerkelijk naar voren komt.

Nederland is één van de weinige landen in de wereld waarin de oudedagsvoorziening verregaand op collectieve basis en op grond van kapitaaldekking is georganiseerd, waarbij deelname aan een pensioenfonds voor de meeste mensen verplicht is. Met de inrichting van ons pensioenstelsel hebben wij de levenscyclus hypothese als het ware geïnstitutionaliseerd vorm gegeven. Dit zou moeten betekenen dat het spaarsaldo van ons land de demografische opbouw van onze bevolking weerspiegelt.

Bikker (1994) heeft uitgerekend dat een aanzienlijk deel van het Nederlandse nationale spaaroverschot inderdaad kan worden toegeschreven aan het feit dat ons land zijn besparingen voor de oudedagsvoorziening heeft geïnstitutionaliseerd via de vorming van pensioenfondsen met verplichte deelname. Volgens zijn analyse kan zo'n 40% van het Nederlands spaaroverschot in de door hem onderzochte periode worden verklaard uit de nationale pensioenbesparingen. Overigens zijn Nederlandse overschotten van oudere datum dan de door Bikker onderzochte periode. Nederland heeft door de eeuwen heen zeer grote overschotten in de buitenlandse handel gekend [Van Nieuwkerk, (2005)].

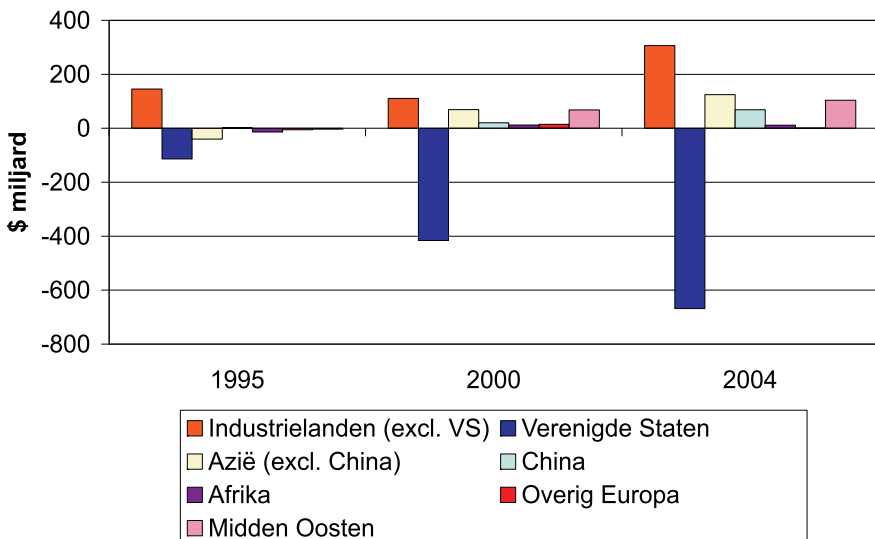
Tegenover een spaaroverschot in het ene land moet, afgezien van statistische verschillen, een spaartekort elders bestaan. Als het spaargedrag van landen op macro-niveau kan worden teruggevoerd op de macroversie van de levenscyclushypothese, dan zouden de spaaroverschotten geconcentreerd moeten zijn in ontwikkelde landen waar de omvang van de beroepsbevolking maximaal is. De geboortegolf is verwerkt en de zogeheten “baby boomers” zijn economisch actief. De bevolking groeit nog traag of is al begonnen met krimpen en de landen staan aan de vooravond van het moment waarop de verhouding tussen economisch actieven en de economisch inactieven begint te verslechteren: de baby-boomers gaan met pensioen. De structurele spaartekorten zouden geconcentreerd moeten zijn in zich ontwikkelende landen, met een nog snel groeiende en relatief jonge bevolking, of in landen waar de gepensioneerden reeds de overhand hebben gekregen.

De werkelijkheid

Op grond van bovenstaande redeneringen zou men verwachten, dat ontwikkelde industrielanden met een vergrijzende bevolking in het algemeen een spaaroverschot zullen hebben, waar spaartekorten in emerging markets tegenover staan. Ook zou men verwachten dat landen met spaaroverschotten daadwerkelijk extern vermogen opbouwen.

Als men kijkt naar de feiten, dan ziet de wereld er echter anders uit. Ten eerste zijn de spaaroverschotten en -tekorten anders over de wereld verdeeld dan op grond van het voorgaande mocht worden verwacht. Dit wordt geïllustreerd in grafiek 1.2.

Grafiek 1.2 mondiale verdeling lopende rekening saldi in 1995, 2000 en 2004



Bron: IFS, data augustus 2007

Hoewel er genoeg industrielanden zijn met stevige nationale spaaroverschotten om de groep als totaal (excl. de Verenigde Staten) een overschot te geven (o.m. Japan, Duitsland, Nederland, Zwitserland), kennen tal van hen forse spaartekorten. Daarbij zitten landen als Italië en Spanje, die een relatief snel vergrijzende bevolking koppelen aan grote spaartekorten. Het grootste tekort in absolute zin kent de Verenigde Staten. Wel is dit een land dat dankzij een relatief snelle groei van de bevolking pas in een later stadium met de gevolgen van de vergrijzing zal worden geconfronteerd.

Het tweede dat opvalt bij beschouwing van de grafiek is dat juist ook meerdere emergent markets een stevig spaaroverschot kennen. Ofschoon een land als China veel buitenlands kapitaal aantrekt, kent het land een groot spaaroverschot dat in 2006 circa 9% van het BBP bedroeg. Het land heeft zich inmiddels ontpopt als een belangrijke netto-crediteur, met eind 2007 alleen al een deviezenvoorraad van meer dan \$ 1400 miljard. Op grond van deze data kan men ook concluderen dat arme landen de rijke landen financieren. Dit is niet wat men op grond van de gangbare theorie zou verwachten. Die voorspelt immers dat kapitaal vanuit rijkere landen, die in het algemeen kapitaalsintensiever produceren, naar arme landen zal vloeien. Die kennen in het algemeen kapitaalschaarste, waardoor het marginale rendement op kapitaal er hoger zou liggen. Het voert buiten het bestek van dit proefschrift om hier uitvoerig bij stil te staan, al zal dit thema verderop zijdelings worden aangestipt. Voor een meer uitvoerige beschouwing wordt verwezen naar Prasad et al. (2007) en de daarin aangehaalde literatuur.

Ook de tweede stelling, dat een land met grote spaaroverschotten zich per definitie zal ontpoppen als een belangrijke netto crediteurstaat, gaat niet altijd op. Dit wordt nader in kaart gebracht in hoofdstuk 4, waarbij zal blijken dat vrijwel alle overschotlanden worden geconfronteerd met het feit, dat het in der loop der jaren vergaarde cumulatieve lopende rekeningoverschot groter is dan de mutatie in het netto externe vermogen. Sommige landen, zoals Nederland, zien zich per saldo zelfs geconfronteerd met een verslechtering van de netto externe vermogenspositie, ondanks grote structurele nationale spaaroverschotten.

Ten tweede blijkt voor tekortlanden vaak het omgekeerde. Deze zien hun netto internationale vermogenspositie veelal langzamer verslechteren dan wat men op grond van de tekorten in het lopende verkeer zou verwachten. Hier is de Verenigde Staten het meest extreme voorbeeld.

Er blijken dus, naast het saldo op de lopende rekening, andere invloeden te zijn die het verloop van de netto externe vermogenspositie van een land beïnvloeden. Deze invloeden worden nader uitgewerkt in hoofdstuk 3: de drijvende krachten achter de externe vermogenspositie. De cases van de Verenigde Staten en Nederland worden achtereenvolgens nader behandeld in de hoofdstukken 5 en 6.

Een nieuwe kijk op de betalingsbalans

Als de drijvende krachten achter de externe vermogenspositie eenmaal zijn geïdentificeerd, blijkt dat nogal wat veranderingen van de internationale vermogenspositie van landen plaatsvinden die nergens op de gebruikelijke opstelling van de betalingsbalans worden geregistreerd (hoofdstuk 2). Daarom is het niet onlogisch om deze

vervolgens te kwantificeren en in de betalingsbalans te integreren. Daarmee ontstaat dan een nieuwe betalingsbalansopstelling, die hier verder zal worden aangeduid als de ‘vermogensopstelling’. Dit bij wijze van onderscheid naar de gebruikelijke opstelling, die aansluit bij de systematiek van de Nationale Rekeningen, en de Monetaire Opstelling, zoals die bijvoorbeeld nog door de Europese Centrale Bank in haar maandbericht wordt gepresenteerd. In de monetaire opstelling worden de betalingsbalansposten gehergroepeerd, zodat aansluiting wordt gevonden tussen de financiële rekening en de veranderingen in de tegenposten van het monetaire aggregaat M₃ [ECB, maandbericht juni 2003, box 1].

De in hoofdstuk 7 gepresenteerde nieuwe opstelling van de betalingsbalans is om meerdere redenen nuttig. De statistieken inzake de externe vermogenspositie van landen krijgen verhoudingsgewijs weinig aandacht. Dit leidt soms tot merkwaardige situaties. Ten eerste blijkt soms, dat beleidsmakers in de veronderstelling verkeren dat hun land gestaag aan de opbouw van een stevige netto internationale vermogenspositie werkt, terwijl de werkelijkheid anders is. Nederland is hiervan een goed voorbeeld. Ten tweede blijkt dat valuta's zich soms anders gedragen dan wat men op grond van betalingsbalansstatistieken zou verwachten. Met name de Amerikaanse dollar blijft wat dit betreft verrassen. Ondanks zeer forse tekorten op de lopende rekening blijft deze munt verrassend sterk, al is wel degelijk sprake van een trendmatige daling van de Amerikaanse munt waarbij inmiddels ten opzichte van de euro een historisch dieptepunt is bereikt. Wanneer echter naar de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van de VS wordt gekeken en naar de achterliggende verklaring ervan, dan valt op dat de Verenigde Staten een gezondere financiële positie hebben dan men op grond van de betalingsbalans zou verwachten. Dan blijkt de taaigheid van de relatief sterke dollar goed te verklaren [Boonstra (2007-b)].

Daarom is het de moeite van het proberen waard om de statistiek van het externe vermogen te integreren met die van de betalingsbalans. Dit blijkt in de praktijk goed uitvoerbaar, zoals beschreven in hoofdstuk 7. Als deze methodiek vervolgens wordt losgelaten op een reeks van landen, ontstaat een geheel nieuw licht op de veelbesproken ‘global imbalances’.

In de slotbeschouwing in hoofdstuk 8 wordt ingegaan welke conclusies kunnen worden getrokken op grond van de in dit proefschrift verrichte observaties. Wat betekent e.e.a. voor de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden? En welke conclusies kunnen beleidsmakers trekken op grond van het hier gepresenteerde?

Hoofdstuk 2

De betalingsbalans en het externe vermogen

Dit hoofdstuk behandelt de relatie tussen de betalingsbalans en het externe vermogen van een land. Daartoe wordt, aan de hand van de Nederlandse betalingsbalans, eerst beknopt ingegaan op de indeling van de betalingsbalans. Vervolgens wordt besproken op welke wijze de betalingsbalans en de externe vermogenspositie van een land met elkaar zijn verbonden.

De betalingsbalans

Op de betalingsbalans worden de transacties van een land met het buitenland geregistreerd. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen de lopende transacties, vermogensoverdrachten, financiële transacties en overige transacties (waar onder officiële transacties). De huidige indeling van de betalingsbalans is gebaseerd op de vijfde editie van de Balance of Payments Manual van het Internationale Monetair Fonds (IMF) uit 1993 en is in ons land in 1996 ingevoerd [IMF (1993), DNB (1996)].¹ De invoering van deze systematiek behelsde onder meer de invoering van een nieuwe rekening (vermogensoverdrachtenrekening) en enkele ondergeschikte herschikkingen. Een uitvoerige beschrijving van de wijzigingen kan worden gevonden in DNB (1996). Waar in dit boek wordt gerefereerd aan de oude betalingsbalansindeling zal dat expliciet worden vermeld.²

1. De in dit hoofdstuk besproken betalingsbalansindeling is de wereldwijd meest gebruikte en sluit aan bij de indeling van de Nationale Rekeningen. Er zijn ook andere indelingen. In hoofdstuk 1 werd reeds gewezen op de monetaire opstelling van de betalingsbalans, zoals die naast de 'gewone' indeling vroeger door DNB en tot op de dag van vandaag ook nog steeds door de ECB wordt gepubliceerd. Het Amerikaanse Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert op de website bea.gov naast de reguliere opstelling ook nog een 'ownership based' opstelling. Hierin wordt de productie van Amerikaanse vestigingen in het buitenland (voor zover niet uitgevoerd naar de Verenigde Staten) meegeteld bij de Amerikaanse uitvoer. De inkoopkosten worden dan als Amerikaanse invoer geboekt. De productie van in de Verenigde Staten gevestigde buitenlandse bedrijven (voorzover niet uitgevoerd uit de Verenigde Staten) wordt, gecorrigeerd voor hun in de Verenigde Staten verrichte inkoop, als invoer meegeteld. Deze opstelling blijft verder in dit proefschrift buiten beschouwing. Overigens is het zo dat, aangezien de door buitenlandse vestigingen behaalde winst wordt geboekt als inkomsten op de inkomensrekening, in geval van een volledig correcte boeking het saldo op de lopende rekening van deze opstelling overeen moet komen met dat op de gebruikelijke opstelling.

2. In het Engelse taalgebied kent de nieuwe indeling een belangrijke bron van spraakverwarring. Dit betreft de vermogensoverdrachtenrekening, die in het Engels wordt aangeduid als *capital account*. Voorheen werd met *capital account* geduid op de zogeheten kapitaalbalans, waarop de financiële transacties met het buitenland werden geboekt. Deze transacties worden nu geregistreerd op de financiële rekening.

Tabel 2.1: de Nederlandse betalingsbalans, 1982 – 2005

Jaargemiddelden (bedragen in € miljoen)	1982 - 1985	1986 - 1990	1991 - 1995	1996 - 2000	2001 - 2005
Lopende rekening					
Uitvoer van goederen	90.512	95.134	117.437	179.841	243.791
Invoer van goederen	81.942	86.650	104.046	162.145	214.945
Saldo goederenverkeer	8.570	8.486	13.391	17.696	28.846
Uitvoer van diensten	18.838	20.798	31.602	45.339	59.273
Invoer van diensten	19.780	22.097	31.574	43.983	58.390
Saldo dienstenverkeer	-941	-1.298	28	1.356	884
Saldo inkomensrekening	-14	898	1.717	1.454	3.516
Saldo inkomensoverdrachtenrekening	-1.494	-1.921	-3.954	-5.962	-7.365
Saldo lopende rekening	6.119	6.164	11.181	14.543	25.881
Saldo vermogensoverdrachtenrekening	-187	-230	-593	-676	-1.949
Financiële rekening					
<i>Directe investeringen</i>					
Nederlandse directe investeringen in het buitenland	-3.398	-8.499	-11.737	-43.057	-53.181
Buitenlandse directe investeringen in Nederland	1.270	5.093	6.026	32.768	27.665
Saldo directe investeringen	-2.129	-3.406	-5.711	-10.287	-25.516
<i>Effectenverkeer</i>					
Buitenlandse effecten	-2.318	-4.476	-8.688	-54.958	-68.609
Nederlandse effecten	2.166	4.883	4.125	41.551	78.926
Saldo effectenverkeer	-153	407	-4.562	-13.407	10.317
Saldo financiële derivaten	-13	-60	-268	-124	-3.694
Saldo overige financiële transacties	-3.041	-269	2.407	14.668	-2.691
Saldo financiële rekening zonder officiële reserves	-5.335	-3.328	-8.133	-9.150	-21.585
<i>Toeneming (-) officiële reserves</i>	<i>-718</i>	<i>-871</i>	<i>-1.959</i>	<i>2.535</i>	<i>613</i>
Saldo financiële rekening (3+4)	-6.052	-4.200	-10.093	-6.615	-20.971
Statistische verschillen	119	-1.736	-495	-7.253	-2.961

Bron: DNB, juli 2007

De lopende rekening

De grensoverschrijdende transacties in het lopende verkeer worden geboekt op de **lopende rekening** (*current account*). Deze transacties hangen samen met productie, bestedingen en inkomensvorming. De lopende rekening is op haar beurt weer opgebouwd uit het goederenverkeer, het dienstenverkeer, de inkomensrekening en de inkomensoverdrachten. Op de goederenrekening worden vooral de inkomsten en uitgaven geboekt die samenhangen met de in- en uitvoer van goederen.³ De uitvoer van

3. Overigens worden ook bepaalde economische activiteiten die op het eerste gezicht meer op diensten lijken geboekt bij het goederenverkeer. Hierbij gaat het onder meer om reparatiewerkzaamheden. Verder wordt gewezen op de soms voorkomende gewoonte om de goederenuitvoer 'free on board' (f.o.b.) te boeken (alleen de waarde van de goederen), terwijl de waarde invoer wordt geboekt inclusief de kosten van

goederen leidt tot inkomsten uit het buitenland, terwijl de invoer leidt tot uitgaven aan het buitenland.⁴ Het netto goederenverkeer wordt aangeduid als het saldo op de goederenrekening, in het dagelijkse taalgebruik wordt ook wel gesproken van het saldo op de “handelsbalans” (vertaald uit het Engels: *Merchandise trade balance*). Een overschot op de handelsbalans betekent dat de waarde van de aan het buitenland verkochte producten de waarde van de in het buitenland gekochte producten overtreft.

De dienstenbalans registreert de in- en uitvoer van diensten. Daarbij kan worden gedacht aan uiteenlopende zaken als grensoverschrijdend toerisme, verzekeringen, in het buitenland werkende ingenieursbureau's en internationaal transport. Analoog aan de handelsbalans betekent ook een overschot op de dienstenbalans dat de ingezetenen van een land per saldo geld overhouden aan het dienstenverkeer met het buitenland.

Op de inkomensrekening worden de grensoverschrijdende inkomens geregistreerd. Hierbij valt te denken aan betalingen aan buitenlandse werknemers of buitenlandse betalingen aan binnenlandse werknemers (arbeidsinkomen). Belangrijker is in het kader van deze studie de beloning van de factor kapitaal (kapitaalinkomstenrekening), omdat hier een relatie tussen de externe vermogenspositie en de betalingsbalans tot uiting komt. Op de inkomensrekening komen namelijk ook de grensoverschrijdende inkomsten en betalingen aan rente, dividenden en gerespatieerde winsten tot uiting.

Een land met een grote buitenlandse schuld zal hierop normaliter gesproken rente moeten betalen. Dergelijke betalingen komen tot uiting als een uitgavenpost op de inkomensrekening van de betalingsbalans. Daarom streven schuldenlanden gewoonlijk naar een overschot op de goederen- en dienstenbalans, teneinde de rente te kunnen opbrengen. Eventuele aflossingen op buitenlandse schuld komen niet tot uiting in het lopende verkeer, maar worden zichtbaar op de financiële rekening.

Landen met buitenlandse bezittingen ontvangen hierop normaliter inkomen. Ook deze worden geboekt op de inkomensrekening. Deze zogeheten kapitaalinkomsten hebben achtereenvolgens betrekking op de inkomens uit directe investeringen (zoals winsten), de inkomens uit effecten (rente en dividenden) en inkomens uit overige financiële activa.

transport en verzekering (cost, insurance, freight, (c.i.f.)). In dat geval vertoont de goederenbalans bij gelijke 'kale' waarde van in- en uitvoer toch een tekort. In de betalingsbalansstatistieken zoals het IMF die publiceert in de International Financial Statistics (IFS) worden goederenin- en uitvoer beide f.o.b. geboekt.

4. Iedere transactie in het lopende verkeer leidt in principe tot een transactie op de financiële rekening. De verkoop van een product of dienst aan een buitenlandse afnemer leidt tot een vordering op het buitenland. Deze kan neerslaan in een buitenlandse schuldtitle, in een toename van het bezit aan vreemde valuta of in een stijging van de officiële reserves. Doordat iedere boeking per definitie een tegenboeking van dezelfde omvang heeft, is de som van alle transacties in beginsel gelijk aan nul. De betalingsbalans is in 'evenwicht'. Voor de analyse in deze studie is het niet nodig hier uitgebreid op in te gaan. Een en ander staat uitvoerig toegelicht in de relevante handboeken, zoals Lindert & Pugel (2000), DNB (1996) of Sawyer & Sprinkle (2006).

In geval van ingehouden winsten worden deze eerst onder de kapitaalinkomsten geboekt als inkomsten, waarna zij op de financiële rekening bij de post “directe investeringen” weer met een tegengesteld teken worden geboekt als investering in het buitenland (zie onder).⁵ Onder overige financiële transacties worden onder meer de grensoverschrijdende interbancaire vorderingen en handelsfinancieringen gerekend.

Men zou gezien het voorgaande verwachten dat een land, als dit een omvangrijke netto actiefpositie heeft, ook een overschot op de kapitaalinkomstenrekening heeft.⁶ Omgekeerd ligt het voor de hand dat een schuldenland een negatief saldo bij de post kapitaalinkomsten zal hebben.

Toch is dit in de praktijk niet altijd het geval. De relatie tussen extern vermogen en het daarop genoten inkomen is minder eenduidig dan men op het eerste gezicht zou verwachten. Dit kan onder meer worden verklaard uit de samenstelling van de grensoverschrijdende activa en passiva en de wijze waarop deze renderen. Verderop in deze studie wordt nader ingegaan op de relatie tussen de netto vermogenspositie van een land en het saldo op de kapitaalinkomstenrekening.

Op de inkomensoverdrachtenrekening, ook wel aangeduid als transferbalans, staan onder meer schenkingen in geld of natura aan het buitenland ter aanwending in de consumptieve sfeer. Hierbij kan het bijvoorbeeld gaan om de overboekingen die door immigranten naar het land van herkomst worden gedaan, of omgekeerd. Globalisering leidt ook tot een toenemend belang van deze post, doordat steeds meer mensen hun land verlaten en elders gaan werken en een deel van hun inkomen naar achtergebleven familieleden overboeken. Voor sommige ontwikkelingslanden zijn deze inkomensoverdrachten nu al een belangrijke bron van harde valuta. Zo ontving Bangladesh in 2004 voor \$ 3,9 miljard aan inkomsten uit transfers, dat is ruim 48% van de opbrengsten aan goederenuitvoer [IFS (augustus 2007)].

De vier saldi van achtereenvolgens de goederenrekening, dienstenrekening, inkomensrekening en inkomensoverdrachtenrekening vormen tezamen het saldo op de lopende rekening. Dit is per definitie gelijk aan het nationale spaarsaldo.⁷

5. Merk overigens op dat de aard van de verwerking van ingehouden winsten op de betalingsbalans afwijkt van andere transacties. Het kenmerk van de betalingsbalans is immers dat daar de financiële stromen uit hoofde van buitenlandse handel en kapitaalverkeer op worden verwerkt. Bij de post ‘ingehouden winsten’ vindt per definitie geen financiële stroom plaats. Het betreft een louter boekhoudkundige ingreep, die mede is ingevoerd om de betalingsbalans beter bij de externe vermogenspositie van landen te laten aansluiten [Gros (2006)]. Merk verder op dat bij het boeken van in het buitenland aangehouden vermogen van immigranten en bij het kwijtschelden van schuld aan arme landen (beide zijn posten op de vermogensoverdrachtenrekening) evenmin een financiële stroom plaatsvindt.

6. Op basis van deze verwachting komen de Amerikaanse economen Hausmann & Sturzenegger tot een geheel nieuwe kijk op de betalingsbalans, waarbij zij overigens de causaliteit omdraaien. Hun stelling is namelijk dat een land met een positief saldo bij de kapitaalinkomsten heeft, het per definitie een positieve netto externe vermogenspositie moet hebben. Hun benadering wordt in de hoofdstukken 5 en 8 uitvoerig besproken.

7. Deze identiteit kan eenvoudig worden afgeleid uit het volgende stelsel definitievergelijkingen. Uitgaande van de vergelijkingen $Y = C + I + O + (X - M)$ en $Y = C + S + B$ volgt dat $X - M = S - I + B - O$. In woorden: het saldo op de lopende rekening ($X - M$) is gelijk aan het spaarsaldo van de particuliere sector ($S - I$) plus het spaarsaldo van de overheid ($B - O$), die tezamen het nationale spaarsaldo vormen. Hierin staat Y voor

De vermogensoverdrachtenrekening

Een tweede rekening betreft de **vermogensoverdrachtenrekening** (*capital account*). Deze rekening, ingevoerd in 1996, is qua omvang van de daarop geregistreerde bedragen voor de meeste landen van ondergeschikt belang, maar wordt hier voor de volledigheid toch besproken. Op deze rekening worden onder meer schenkingen van investeringsgoederen en schuldkwijtschelding geboekt. Ons land boekt hier een structureel tekort als gevolg van de verstrekte ontwikkelingshulp.

Als een land immigranten ontvangt die vermogen meebrengen dan wordt dit vermogen integraal als inkomsten geboekt op de vermogensoverdrachtenrekening. Voor emigranten geldt uiteraard het omgekeerde. Als een deel van dit vermogen van immigranten buiten hun nieuwe vaderland wordt aangehouden wordt dit deel weer als uitstroom op de financiële rekening geboekt, als buitenlandse belegging of investering vanuit dit nieuwe vaderland.

De financiële rekening

Op de **financiële rekening** (*financial account*) staan de financiële transacties, anders dan vermogensoverdrachten, met het buitenland. De financiële rekening is opgebouwd uit de volgende posten. Allereerst zijn daar de directe investeringen. Men spreekt van directe (buitenlandse) investeringen (DBI) als wordt gesproken over transacties die samenhangen met het verwerven door Nederlandse bedrijven van aandelenkapitaal in een buitenlandse onderneming, of vice versa. Daarbij kan het gaan om de overname van een bestaand bedrijf of door het vestigen van nieuwe productielocaties. Het verkrijgen van zeggenschap in de betreffende onderneming is dan ook het belangrijkste onderscheid tussen een directe buitenlandse investering en een belegging in buitenlandse aandelen vanuit een beleggingsportefeuille. Overigens worden ook de meeste andere transacties tussen moederbedrijf en dochterondernemingen onder deze post geboekt. Daarbij valt bijvoorbeeld te denken aan intra-company leningen (of de aflossing daarvan), de verwerving van buitenlands onroerend goed en de herinvestering van ingehouden winsten.

De verwerving van een bezit in het buitenland gaat gepaard met een betaling aan een buitenlandse wederpartij en wordt derhalve geboekt als een uitstroom van geld. Een desinvestering betekent derhalve een instroom van geld. Omgekeerd geldt dat de verwerving van een bezit in Nederland door een buitenlandse partij gepaard gaat met een instroom van kapitaal (positief teken), terwijl het afstoten daarvan juist het repatriëren van middelen en derhalve een uitstroom van geld betekent.

het bruto nationaal inkomen, C voor de particuliere consumptie van gezinnen, S voor het totaal van de particuliere besparingen, I voor de bruto investeringen van de particuliere sector, B voor de belastinginkomsten van de overheid, O voor het totaal van de overheidsuitgaven, X voor de uitvoer (gedefinieerd als het totaal van inkomsten uit het lopende verkeer vanuit het buitenland en M voor het totaal aan betalingen aan het buitenland uit hoofde van het lopende verkeer ('invoer'). (X-M) is dan het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, (S-I) staat voor het spaarsaldo van de particuliere sector en (B-O) staat voor het saldo op de overheidsbegroting [Nellis & Parker (2004), H 3; Sawyer & Sprinkle (2006), H 11].

Na de directe investeringen volgt het effectenverkeer. Dit is onderverdeeld in de posten “buitenlandse effecten” en “Nederlandse effecten”. Door middel van de aankoop van buitenlandse effecten wordt in het buitenland een aandelen- of obligatieportefeuille opgebouwd. Dit wordt op de financiële rekening geregistreerd als een uitstroom van kapitaal. Wanneer deze transactie weer wordt teruggedraaid (verkoop van buitenlandse effecten), dan stroomt er weer kapitaal het land in. Dit wordt dan geboekt op de post “buitenlandse effecten” met een positief teken.⁸

Als buitenlandse beleggers Nederlandse aandelen kopen dan wordt dit geregistreerd als een kapitaalinstroom. Dit wordt geboekt op de post “Nederlandse effecten” met een positief teken. Als buitenlandse beleggers Nederlandse effecten afstoten dan wordt dit met een negatief teken op dezelfde post geboekt. Er stroomt immers geld het land uit.

Het laatste onderdeel van de financiële rekening betreft de post “financiële derivaten en overige financiële transacties”. Derivaten zijn instrumenten waarvan de prijs wordt bepaald door de prijsverandering van een zogeheten onderliggende waarde, zoals een aandeel of obligatie. Voorbeelden van derivaten zijn opties, futures, swaps en future rate agreements. Een ontvangst betreft de inning van een vordering en een betaling betreft het voldoen van een verplichting.

Onder “overige financiële transacties” wordt ten eerste het grensoverschrijdende lange en korte handelskrediet geregistreerd. Verder staan hier leningen verstrekt door overheden, banken en overige sectoren, alsmede mutaties in de voorraad valuta en buitenlandse rekeningen (anders dan officiële reserves). Merk overigens op dat leningen door moedermaatschappijen aan buitenlandse dochterondernemingen (of vice versa) niet onder de post “overig” wordt geboekt. Deze transacties staan zoals eerder vermeld geregistreerd bij de directe investeringen.

Vervolgens bevat de betalingsbalans de post ‘officiële transacties’. Hier staan veranderingen in de officiële reserves, waarvan de hoofdmoot wordt gevormd door de deviezenvoorraad. Ook veranderingen in de vorderingen op het IMF worden hier geregistreerd. Omdat het hier het sluitstuk betreft van de betalingsbalans, betekent een positief teken hier dat de reservepositie toeneemt. Dit in tegenstelling tot de financiële rekening, waar een positief teken duidt op een toename van de buitenlandse passiva (instroom buitenlands kapitaal) dan wel afname van de buitenlandse activa (repatriëring van bezittingen in het buitenland).

De posten ‘overige financiële transacties’ en ‘officiële transacties’ kunnen tot op zekere hoogte worden gezien als salderingsposten. Toch is er tot slot nog een restpost ‘statistische verschillen’. Deze ontstaat als gevolg van verkeerde en/of onvolledige boekingen, waardoor de betalingsbalans niet meer in evenwicht is. De post statistische verschillen leidt ertoe dat de actief- en passiefposten daadwerkelijk optellen tot hetzelfde balanstotaal.

8. In het Statistisch Bulletin van De Nederlandsche Bank staat in tabel 5.7.1 het effectenverkeer uitgesplitst naar zowel vermogenstiel (aandelen, obligaties, geldmarktpapier) als houder (monetaire sectoren, overheid, overig).

Zoals reeds gesteld in voetnoot 4 kent iedere transactie in het lopende verkeer een tegenboeking op de financiële rekening. Toch is de financiële rekening, die in het verleden veelal werd aangeduid als de kapitaalbalans, veel meer dan uitsluitend de rekening waarop tot uiting komt hoe de lopende rekening wordt gefinancierd.⁹

In de loop der tijd blijkt keer op keer dat de financiële rekening geenszins reactief reageert op het lopende verkeer, maar juist een geheel eigen dynamiek heeft. Dit kan bijvoorbeeld worden geïllustreerd aan de hand van de Amerikaanse betalingsbalans in de jaren '60 van de 20e eeuw. Aan het einde van de jaren '60 kwam het stelsel van Bretton Woods vooral onder druk te staan vanwege een "tekort op de betalingsbalans", dat niet zozeer werd veroorzaakt door de lopende rekening maar vooral door de uitvoer van lang kapitaal.¹⁰ Ook anno 2006 vertoont de betalingsbalans van de VS weer een vergelijkbare structuur, zij het dat ditmaal vooral de lopende rekening een groot tekort vertoont en de financiële rekening een structureel overschot. Zie voor een nadere beschouwing van de betalingsbalans van de VS hoofdstuk 5 en de daarin aangehaalde literatuur.

Een ander voorbeeld kan worden gevonden in Japan. Zo bleek in de jaren '80 van de 20e eeuw dat de uitvoer van lang kapitaal vanuit Japan het overschot op de lopende rekening verre overtrof [Boonstra (1988), (1992)]. Het bleek dat Japan niet alleen een forse instroom had vanwege het overschot op de lopende rekening, maar dat het daar bovenop ook nog eens massaal kortlopende middelen moest aantrekken op de financiële markten. Dit laatste was noodzakelijk, omdat de massieve uitstroom aan langlopend kapitaal, zowel directe investeringen als uit hoofde van het beleggingsverkeer, veel omvangrijker was dan het overschot op de lopende rekening.

Het evenwicht op de betalingsbalans

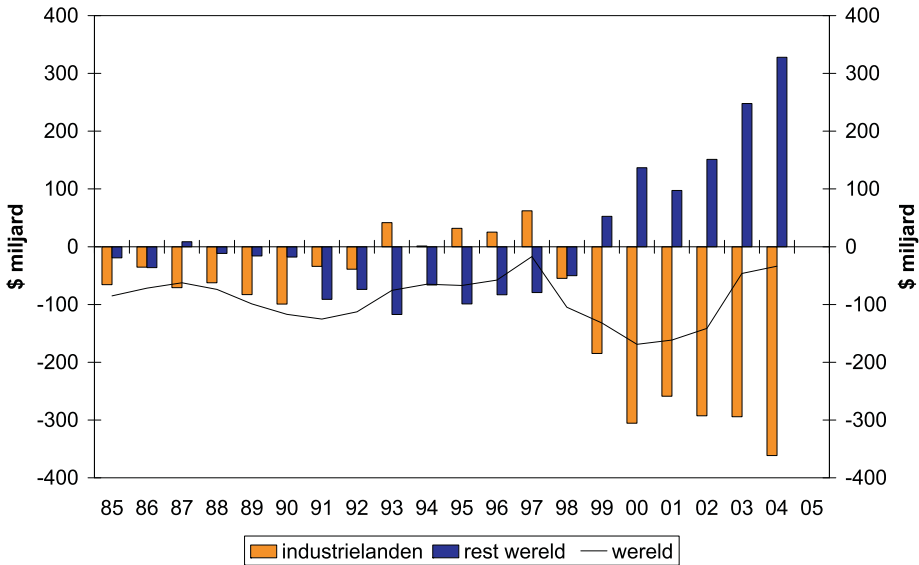
De betalingsbalans is, althans in theorie, per definitie in evenwicht. Iedere transactie kent immers een tegenboeking van gelijke omvang. Een voorbeeld moge ter verduidelijking dienen. Als een land € 100 miljoen verdient aan de export van goederen betekent dat in het lopende verkeer een instroom ter waarde van dit bedrag. Daar staat dan bijvoorbeeld een toename van de officiële reserves met eveneens € 100 mil-

9. De huidige indeling van de betalingsbalans is zoals eerder gezegd gebaseerd op de vijfde Manual van het IMF en is in 1996 (met terugwerkende kracht) ingevoerd [IMF (1993), DNB 1996)]. Voordien werd niet gesproken van de financiële rekening, maar van de kapitaalbalans. Deze was weer onderverdeeld in het lange en het korte kapitaalverkeer. Een belangrijk saldo daarbij was de zogeheten basisbalans. Dit is de som van het saldo op de lopende rekening en het saldo in het lange kapitaalverkeer. Deze grootheid vormde in het verleden een belangrijke stuurgrootheid voor monetaire autoriteiten. Begin jaren '70 van de vorige eeuw heeft nog kortstondig het plan gecirculeerd om deze grootheid een rol als indicator voor betalingsbalansonevenwichtigheden toe te kennen. Het is er echter niet van gekomen [De Roos (1976), p. 295].

10. De Amerikaanse kapitaaluitvoer leidde ertoe, dat buitenlandse centrale banken met grote hoeveelheden dollars werden opgescheept. Die waren onder het stelsel van Bretton Woods inwisselbaar tegen goud. Toen een aantal centrale banken, waaronder die van België, Nederland en Zwitserland, in 1971 hun dollars tegen goud gingen inwisselen en de Amerikaanse goudvoorraad snel kromp, beëindigden de Amerikanen de inwisselbaarheid van de dollar tegen goud [De Vries (1976); Kindleberger (1993)]. Voor een beknopt overzicht van vormgeving, werking en ondergang van het stelsel van Bretton Woods zie De Roos (1976), hoofdstuk 2.

joen tegenover, of er is sprake van een uitstroom van € 100 miljoen op de financiële rekening, bijvoorbeeld als de vorderingen op buitenlandse banken toenemen (uitstroom onder de post ‘overig’) of bij de post ‘buitenlandse effecten’ als van de exportopbrengsten buitenlandse effecten worden gekocht, of een combinatie. Maar in alle gevallen is de betalingsbalans in evenwicht.

Grafiek 2.1: mondiaal lopende rekening saldo (1985 – 2004)



Bron: IFS, augustus 2007

De praktijk is echter weerbarstiger. Ten eerste blijkt, zoals in het begin van dit hoofdstuk uiteengezet, dat ieder land naast de post officiële reserves –die als sluitpost de betalingsbalans in principe kloppend moet maken- een extra sluitpost nodig heeft: de post ‘statistische verschillen’, in het Engels aangeduid als ‘*errors & omissions*’.¹¹ Ten tweede blijkt ook nog eens dat als alle saldi wereldwijd worden opgeteld, er mondiaal sprake is van een aanzienlijk lopende rekeningtekort. Dit is opmerkelijk, omdat het overschot van het ene land per definitie terugkomt in tekorten elders. Als alle lopende rekeningsaldi wereldwijd bij elkaar worden opgeteld vallen, althans in theorie, alle overschotten en tekorten tegen elkaar weg en zou er een cumulatief saldo van exact \$ 0,00 uit moeten komen.

11. Overigens zij opgemerkt dat de post officiële reserves meer is dan alleen aan passieve ‘sluitpost’. Veranderingen op deze post hangen vaak samen met acties van monetaire autoriteiten, zoals valuta-interventies. In de praktijk zal de post ‘overig’, met name het bancaire verkeer, veelal een sluitpostkarakter kennen. Neemt niet weg dat, als er geen statistische verschillen zouden bestaan, uiteindelijk veranderingen in de reserves het evenwicht op de betalingsbalans bewerkstelligen.

Een en ander wordt geïllustreerd met de doorgetrokken lijn in grafiek 2.1. De vraag rijst natuurlijk hoe deze discrepanties ontstaan. Dat kan eenvoudig worden uitgelegd aan de hand van een simpel tweelandenmodel, ontleend aan Van Nieuwkerk (1988). Neem aan dat de wereld bestaat uit twee landen, hier voor het gemak aangeduid als de VS en de EU, die onderling handel drijven. Stel nu dat de EU € 100 miljoen uitvoert naar de VS. Dit leidt een inkomenstroom van € 100 miljoen op de lopende rekening, waar een uitstroom van eveneens € 100 miljoen op de financiële rekening tegenover staat. Een en ander staat weergegeven in tabel 2.2. In het eerste scenario worden beide transacties in beide landen perfect geboekt. Wereldwijd gecumuleerd is dan noch op de lopende rekening, noch op de financiële rekening sprake van een van nul afwijkend saldo. Er zijn evenmin statistische verschillen.

Tabel 2.2: het ontstaan van verschillen in de betalingsbalans

	EU			VS			Wereld (=EU + VS)		
	ontvangsten	uitgaven	saldo	ontvangsten	uitgaven	saldo	ontvangsten	uitgaven	saldo
1) Volledige rapportage									
Goederenverkeer	100		100				100	100	0
Kapitaalverkeer		100	-100	100	100	-100	100	100	0
Totaal	100	100	0	100	100	0	200	200	0
2) Ontbrekende rapportage VS									
Goederenverkeer	100		100		0	0	100	0	100
Kapitaalverkeer		100	-100	0	0	0	0	100	-100
Totaal	100	100	0	0	0	0	100	100	0
3) Onvolledige rapportage EU en VS									
Goederenverkeer	80		80		100	-100	80	100	-20
Kapitaalverkeer		100	-100	90	90	90	90	100	-10
Totaal	80	100	-20	90	100	-10	170	200	-30

Bron: gebaseerd op Van Nieuwkerk (1988)

In het tweede geval wordt de transactie in de EU wel, maar in de VS niet geboekt. In dat geval ontstaat op de gecumuleerde werelddbetalingsbalans een overschot op de lopende rekening van € 100 miljoen, waar een tekort op de financiële rekening van eveneens € 100 miljoen tegenover staat. Er is wereldwijd nog steeds geen sprake van statistische verschillen.

In het derde geval worden deze transacties in beide landen onvolledig geboekt. In de EU wordt de exportopbrengst maar voor 80% (dus voor een bedrag van € 80 miljoen) geboekt, terwijl de uitgave in de VS wel voor de volle € 100 miljoen op de betalingsbalans wordt geregistreerd. Op de financiële rekening wordt in de EU het uitgaande kapitaalverkeer daarentegen wel voor de volle € 100 miljoen geboekt, maar in de VS wordt hiervan maar 90% als binnenkomend kapitaal geregistreerd. In dit geval ontstaat bij beide landen en mondiaal een post statistische verschillen, terwijl op de werelddbalans noch het saldo in het lopende verkeer, noch dat van de financiële rekening en noch de statistische verschillen (getuige het saldo bij de post 'totaal') optellen tot nul.

Onvolledige boeking van transacties kan per ongeluk plaatsvinden, door incomplete registratie. Ook kan een en ander het gevolg zijn van opzet. Zo kunnen foutieve of onvolledige boekingen worden doorgevoerd om kapitaalvlucht te maskeren. Dit fenomeen wordt verderop nader uitgewerkt.

In 1985 en 1986 heeft een werkgroep van het IMF de mondiale discrepanties onderzocht [Van Nieuwkerk (1988)]. Deze groep heeft zich niet alleen gebogen over het cumulatieve mondiale saldo op de lopende rekening, maar heeft alle mondiale deelbalansen van de betalingsbalans onder de loep genomen. Het bleek dat vrijwel alle deelbalansen van de betalingsbalans, die naar hun aard op wereldniveau per definitie allemaal in evenwicht zouden moeten zijn, op wereldschaal onevenwichtigheden vertoonden. Een uitzondering betreft de goederenbalans, die mondiaal een positief saldo zal vertonen als de uitvoer f.o.b. (free on board) en de invoer c.i.f. (cost of insurance and freight) wordt geboekt. In dat geval zal het saldo op de goederenbalans en dat op de dienstenbalans elkaar mondiaal weer moeten opheffen.

De werkgroep kon een deel van deze verschillen terugvoeren op foutieve registratie van transacties, waardoor herschikkingen binnen de lopende rekening, bijvoorbeeld tussen de goederenrekening en de dienstenrekening, dienden plaats te vinden. Verder wist men een niet onaanzienlijk deel van het mondiale gat op de lopende rekening te herleiden tot niet geboekte inkomsten op buitenlands vermogen. Hierbij maakte men onder meer gebruik van vermogensstatistieken, waaronder de rapportages van de Bank of International Settlements (BIS).

De internationale vermogenspositie

Met de term netto internationale vermogenspositie (*international investment position (IIP)*) van een land wordt geduid op de bezittingen die ingezetenen van een land in het buitenland aanhouden (internationale activa) verminderd met de bezittingen die buitenlanders in het land in kwestie aanhouden (internationale passiva). De opstelling van de internationale vermogenspositie weerspiegelt de indeling van de financiële rekening van de betalingsbalans. De internationale vermogenspositie bestaat derhalve uit de posten directe investeringen, aandelenbeleggingen, beleggingen in schuldpapier, derivaten en overige bezittingen. Deze laatste post bestaat voor het overgrote deel uit interbancaire vorderingen. Ook de goud- en deviezenvoorraad (inclusief de bijzondere trekkingsrechten op het IMF) behoort tot de internationale activa van een land.

De internationale vermogenspositie van een land ontstaat zodra zijn ingezetenen bezittingen in het buitenland verwerven. Zodra een land in het grensoverschrijdende zakelijke verkeer een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans behaalt, bouwt het per definitie vorderingen op het buitenland op (of lost het eerder opgelopen schulden af). Omgekeerd is het zo, dat een land dat in het lopende verkeer een tekort oploopt inteert op eerder opgebouwde vorderingen op het buitenland, danwel een schuld aan het buitenland opbouwt. In de vakliteratuur wordt de ontwikkeling van de netto internationale vermogenspositie dan ook vaak gekoppeld aan het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans [Sawyer & Sprinkle (2006), H. 11; Obstfeld & Rogoff (1996), H. 1]. Veelal gebeurt dit door middel van een simpele vergelijking, waarin de netto internationale vermogenspositie wordt gelijkgesteld aan de som van de in het verleden behaalde overschotten en tekorten in het lopende verkeer (gecorrigeerd voor de saldi op de vermogensoverdrachtenrekening). Soms ook gebeurt dit door de stromen op de financiële rekening van de betalingsbalans per categorie te koppelen aan de verandering in de onderdelen van de internationale ver-

mogenspositie. Deze benadering is te eenvoudig, zoals in hoofdstuk 3 nader zal worden toegelicht.

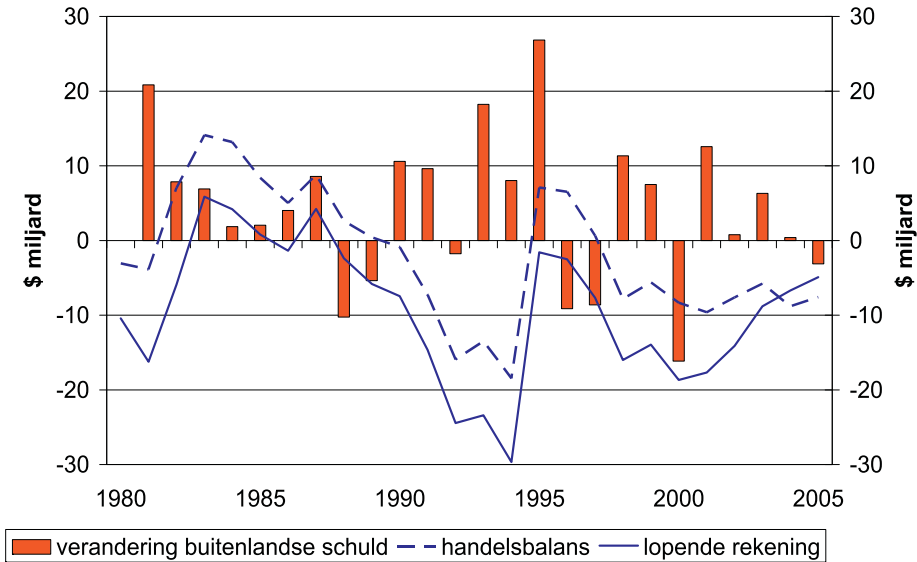
Tussen de internationale vermogenspositie en de betalingsbalans bestaat een wisselwerking die niet alleen loopt van het saldo op de lopende rekening naar de opbouw van een internationaal actief, maar ook de andere kant op.¹² Zo is reeds eerder vermeld dat een land met een netto internationale actiefpositie in het algemeen ook een netto instroom aan kapitaalopbrengsten heeft op de inkomensrekening. Dit gebeurt als een land meer uit het buitenland ontvangt aan winst, rente- en dividendbetalingen dan het aan buitenlandse beleggers en investeerders moet afdragen. Dit biedt een land de ruimte om een tekort op de goederen- en dienstenbalans te hebben, zonder dat de lopende rekening in het rood uitkomt. Er is een stroming in de literatuur die daarom verwacht dat landen met een netto buitenlandse actiefpositie een tekort op de goederen- en dienstenbalans zullen hebben [Holle & Demertzis (2002), Lane & Milesi-Feretti (2002)]. Deze aanname wordt echter niet ondersteund door de empirie. Veelal zijn de landen met omvangrijke netto actiefposities die landen die tot op de dag van vandaag een overschot op de lopende rekening van hen betalingsbalans hebben, zoals Zwitserland, Japan en tegenwoordig ook de olie exporterende landen, China en Rusland. Chronische tekortlanden ontwikkelen zich veelal tot majeure schuldenlanden.

Wel is het vaak zo, dat landen met forse netto passiefposities (grote netto buitenlandse schulden) en daardoor omvangrijke rentebetalingen aan het buitenland meestal een overschot op de goederenbalans hebben.¹³ Dit is nodig om te voorkomen dat de lopende rekening een tekort blijft vertonen, waardoor de omvang van het netto buitenslands passief verder zou oplopen.

12. De relatie tussen de betalingsbalans en (veranderingen in) de internationale vermogenspositie wordt conceptueel uitgewerkt in de vijfde editie Balance of Payments Manual van het IMF (IMF (1993), Hoofdstuk XXIII en Appendix 1). In tabel 9 van deze appendix wordt een model (reconciliatietabel) voor de opstelling van de aansluiting tussen beide statistieken gepresenteerd.

13. Overigens loopt bij landen met grote netto actiefposities de causaliteit veelal van het lopende verkeer naar de internationale vermogenspositie. Het netto vermogen is het gevolg van de overschotten op de lopende rekening in eerder jaren, al wordt dit verband in de loop der tijd steeds zwakker. Dit geldt ook voor schuldenlanden, die hun schulden opbouwen via grote lopende rekeningtekorten. Is de schuldpositie eenmaal problematisch geworden, bijvoorbeeld doordat de rentelasten dermate toenemen dat het tekort op de lopende rekening te hard oploopt of doordat de financiering ervan problematisch wordt, dan verandert de causaliteit. Een overschot in het goederen- en dienstenverkeer is dan opeens een bittere noodzaak om de schuldpositie hanteerbaar te houden en het vertrouwen van crediteuren te behouden.

Grafiek 2.2: Mexico: betalingsbalans en buitenlandse schuld (1980 – 2005)



Bron: IMF, augustus 2007

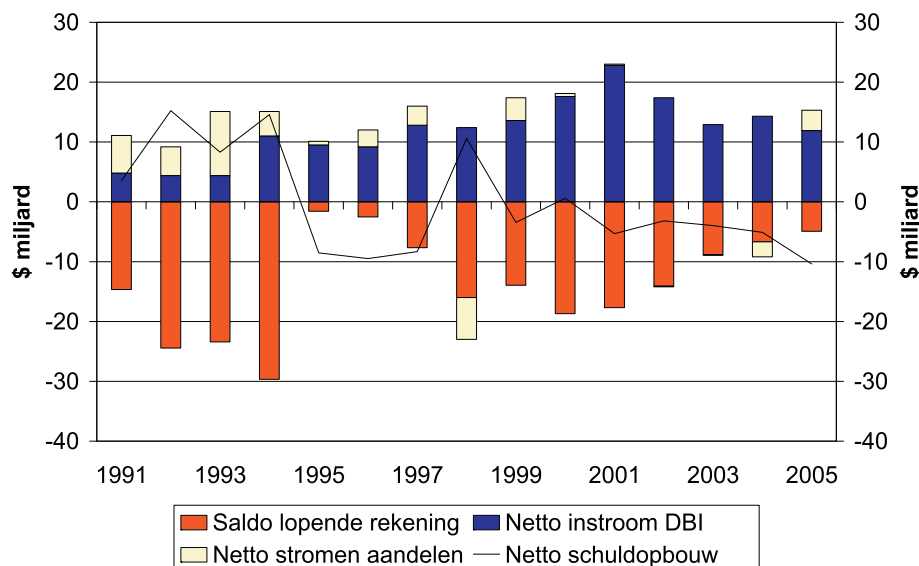
Grafiek 2.2. geeft bij wijze van illustratie de externe positie van Mexico weer. Dit land was in 1982 de ‘aanstichter’ van de Latijns Amerikaanse schulden crisis. De grafiek laat zien hoe tekorten in het lopende verkeer leidden tot een oplopende bruto buitenlandse schuld. Na de crisis in 1982 verbeterden de goederenbalans (handelsbalans) en de lopende rekening substantieel, mede door een forse daling van de invoer ten gevolge van een recessie. Dit patroon kan in de jaren rond de zogenoemde ‘tequila-crisis’ van begin 1995 opnieuw worden teruggevonden.

Vanaf het midden van de jaren '90 wordt dit patroon doorbroken, doordat sindsdien sprake is van een forse instroom van directe investeringen, die in de meeste jaren het tekort in het lopende verkeer overtreffen. Daardoor loopt de bruto buitenlandse schuld van Mexico niet noemenswaardig meer op.

De casus van Mexico laat dus ook zien dat het nogal wat uitmaakt welke vorm de buitenlandse passiva aannemen. Landen met een netto passiefpositie, waarvan de internationale passiva bestaan uit obligatieleningen en bancaire schulden, worden in deze studie aangeduid als schuldenlanden. Over buitenlandse schulden is men rente en aflossing verschuldigd en deze leggen dus een voortdurende druk op de betalingsbalans. De rentebetalingen drukken op de lopende rekening, terwijl de aflossingen moeten worden gefinancierd uit overschotten in het lopende verkeer (of het aantrekken van nieuwe financieringen). Voor zover de buitenlandse passiva daarentegen bestaan uit de instroom van aandelenkapitaal of directe investeringen (zoals Mexico vanaf het midden van de jaren '90) is formeel geen sprake van een schuld, maar van het aantrekken van risicodragend kapitaal. Weliswaar kan ook deze vorm van financiering een druk leggen op de lopende rekening van de betalingsbalans (als gevolg van de betaling van winstuitkeringen of dividend), maar hier is geen sprake van af-

lossingen. Met name directe buitenlandse investeringen (DBI) worden mede hierom als een superieure vorm van tekortfinanciering gezien. Niet alleen omdat zij geen aflossingsbetalingen meebrengen, maar omdat het niet alleen gaat om een instroom van financieel kapitaal, maar ook vanwege de instroom van kennis en kunde die hier mee gepaard gaat. Hierdoor dragen zij meestal bij aan de ontwikkeling van het economisch potentieel van het gastland terwijl zij minder vluchtig zijn dan beleggingsstromen.¹⁴

Grafiek 2.3: Mexico: betalingsbalans en buitenlandse schuld (2) (1991 – 2005)



Bron: IMF, augustus 2007

Ter illustratie staat in grafiek 2.3. nogmaals de betalingsbalans van Mexico weergegeven, nu met een iets andere indeling. Deze grafiek laat zien hoe na de eerder gemoreerde tequila-crisis het tekort op de lopende rekening in de meeste jaren meer dan werd gecompenseerd door de instroom van risicodragend kapitaal. Daardoor kon het land per saldo schuld aflossen. Het jaar 1998 vormde uitzondering. Dat jaar

14. Voor een bespreking van het verschijnsel DBI zie Hogenbirk (2002) en de daarin aangehaalde literatuur. Alle vermeende voordelen van Directe Buitenlandse Investerings (DBI) kunnen niet wegemen dat directe investeringen in het ontvangende land lang niet altijd welkom zijn. Zij leiden er immers toe dat een deel van het productie-apparaat van een land in buitenlandse handen komt, hetgeen soms nationalistische en anti-buitenlandse gevoelens in de hand werkt. Kindleberger (1985) wijst bijvoorbeeld op vier episodes in de Duitse geschiedenis (jaren '50 en '90 van de 19e eeuw en de jaren '20 en '50 van de 20e eeuw) waarin sprake was van weerstand tegen wat men noemde de 'Überfremdung', het te grote buitenlandse belang in Duitse bedrijven. Het zelfde neemt hij waar in Latijns Amerika in de jaren '50 en '60 van de 20e eeuw. Wat betreft ons land kan worden gewezen op het recentelijk opgelaaide debat over de zogenaamde 'uitverkoop van de BV Nederland'. Dit wordt in hoofdstuk 8 nader besproken.

volgde kort op de Azië-crisis, terwijl het najaar van 1998 twee belangrijke crisismomenten kende, te weten de problemen rond de Russische roebel en de ondergang van hedge-fund LTCM.

Weerbarstige werkelijkheid

Tot dusver was de relatie tussen de internationale vermogenspositie en de betalingsbalans een eenvoudige. Overschotlanden bouwen vorderingen op en tekortlanden teren in op buitenlands vermogen of bouwen schulden op. Crediteurlanden ontvangen rendement op hun buitenlandse activa, waardoor mag worden verwacht dat zij een positief saldo op hun inkomensrekening hebben. Schuldenlanden boeken daarentegen normaliter een tekort op hun inkomstenrekening vanwege de rente- en soms dividendbetalingen aan het buitenland.

Helaas is de werkelijkheid weerbarstiger, waardoor de hiervoor uiteengezette relatief eenvoudige verbanden ruw worden verstoord. Ten eerste worden niet alle betalingen die wel op de inkomensrekening zouden moeten worden geboekt ook daadwerkelijk geregistreerd. Dit is overigens een euvel waar de gehele betalingsbalans onder gebukt gaat. Enkele voorbeelden mogen dit mechanisme in dit specifieke geval verduidelijken. Als een belegger in het buitenland een beleggingsportefeuille aanhoudt is er een gereede kans dat de door hem ontvangen rente en dividenden niet worden geregistreerd op de betalingsbalans van het land waar hij domicilie houdt. Zeker als deze dividenden weer ter plekke worden herbelegd vindt geen grensoverschrijdende betaling plaats en kan het gebeuren dat deze transacties niet op de betalingsbalans worden geboekt. Indien deze transactie correct zou worden geboekt zou dit zichtbaar worden in enerzijds inkomsten op de inkomensrekening, waartegenover anderzijds een evengrote uitstroom op de financiële rekening (effectenverkeer, aankoop buitenlandse effecten) zou staan.

Hetzelfde geldt voor ingehouden winsten in geval van directe investeringen. Als deze worden gerepatriëerd naar het moederland komen zij tot uiting in een positieve post op de inkomensrekening. Worden zij echter geherinvesteerd, dan bestaat de kans dat zij niet, of met zeer grote vertraging tot uiting komen als inkomsten op de inkomensrekening [DNB (1996), Gros (2006)]. Ook hier zou een correcte boeking tot uiting komen op een positief bedrag op de inkomensrekening, waartegenover een even grote uitstroom op de financiële rekening zou staan, in dit geval bij de directe investeringen in het buitenland. Een hieraan verwant probleem is gelegen bij de obligaties meege- en verkochte rente en het meege- en verkochte dividend bij aandelen-transacties.

Een tweede probleem is dat de nationaliteit van activa en passiva niet altijd duidelijk is. Ook dit kan worden geregistreerd aan de hand van een praktijkvoorbeeld. Zo houden Nederlandse beleggers soms om fiscale redenen effectenportefeuilles aan in het buitenland, van waaruit zij vervolgens weer beleggen in Nederlandse effecten. Als de nationaliteit van de eigenaren van deze portefeuilles niet bekend is, wordt dit in dit geval ten onrechte geregistreerd als buitenlands houderschap van Nederlandse effecten, dus een internationale passiefpost, terwijl het in feite binnenlands houderschap van Nederlandse aandelen betreft. In 2003 werd wat dit betreft een correctie van in

totaal € 51 miljard doorgevoerd voor het buitenlandse bezit aan Nederlandse effecten [DNB (2004-b)].¹⁵

Voor wat betreft Nederland is de kwaliteit van de statistieken sinds 2003 overigens aanmerkelijk verbeterd. Deze verbetering hangt samen met de invoering van een nieuw direct rapportagesysteem in 2003, waarmee althans voor ons land veel van de hiervoor gesignaleerde problemen zijn opgelost [DNB (2003-a)]. Dit nieuwe systeem betekent voor ons land ook dat de betalingsbalansdata en de vermogensdata uit één en dezelfde bron komen.

Ten derde is in veel landen sprake van kapitaalvlucht. Op dit punt dreigt overigens een spraakverwarring, omdat in de literatuur inzake het verschijnsel kapitaalvlucht dit begrip niet eenduidig is gedefinieerd [Hermes et al. (2002)]. Daarmee is ook het meten van kapitaalvlucht een hachelijke zaak geworden.

Het voert buiten het bestek van deze studie om het verschijnsel kapitaalvlucht uitgebreid te behandelen. In het kader van deze studie wordt met kapitaalvlucht bedoeld op het verschijnsel dat kapitaal een land verlaat zonder dat dit tot uiting komt in een correcte boeking op de betalingsbalans (kapitaalexport op de financiële rekening). Er zijn vele manieren om geld een land uit te krijgen. De meest eenvoudige manier is het naar het buitenland brengen van chartaal geld teneinde dat in een fiscaal vriendelijk oord op een bankrekening te storten. Als daarmee vervolgens in het buitenland een effectendepot wordt geopend, kan het gebeuren dat geld dat op deze wijze in Zwitserland bij banken was gestort vervolgens als buitenlands vermogen werd geregistreerd (zie hierboven). Andere manieren om geld (illegaal) uit een land te krijgen zijn het onderfactureren van exportopbrengsten, waarbij de buitenlandse afnemer het verschil tussen de gefactureerde en de werkelijke waarde van de transactie buiten de waarneming van zowel de betalingsbalans als de fiscus naar een buitenlandse bankrekening overmaakt. Het spiegelbeeld van het onderfactureren van uitvoertransaties is het overfactureren van de waarde van ingevoerde goederen.¹⁶

Er zijn voorbeelden bekend van straatarme landen in Afrika die enerzijds zuchtten onder een ondraaglijke buitenlandse schuldenlast, terwijl de dictator tegelijkertijd gigantische bedragen op privérekeningen, met name in Zwitserland, had staan. Een bekend voorbeeld is het Zairese staatshoofd Mobutu, die op de top van zijn rijkdom, medio jaren '80, voor in totaal \$ 4 miljard aan privé vermogen had opgebouwd [NRC Handelsblad, 14 mei 1997].

De cumulatieve kapitaalvlucht vanuit Afrika werd eind 1998 geschat op ruim 41% van het BBP [Hermes et al. (2002)]. Voor een meer uitvoerige bespreking van het verschijnsel kapitaalvlucht wordt verwezen naar de literatuur [Hermes et al. (2002), Morgan Guaranty (1986), Schneider (2003)].

15. Dit probleem speelde ook bij de door de Franse spoorwegen in Londen uitgegeven obligaties in pond Sterling, die na verloop van tijd allemaal in handen van Franse beleggers bleken te zijn. Dit soort financiering kwam in de tweede helft van de 19e eeuw veel voor [Kindleberger (1993)].

16. De omvang van deze vorm van kapitaalvlucht kan worden benaderd door de omvang van export en import van een land ook te benaderen vanuit de handelsstatistieken van de handelspartners. Op deze arbeidsintensieve wijze kan een ruwe indicatie van de omvang van de over- en onderfacturering worden verkregen [Hermes et al. (2002)].

Ten slotte zijn daar de in het buitenland behaalde vermogenswinsten en -verliezen. Deze leiden in veel gevallen niet tot geldstromen. Ook dit kan weer het beste worden geïllustreerd aan de hand van enkele voorbeelden uit de praktijk. Als een Nederlandse belegger in het buitenland een aandelenportefeuille opbouwt en vervolgens op zijn effectenbezit een koerswinst boekt, wordt dit niet op de financiële rekening van de betalingsbalans geregistreerd. Hetzelfde kan gebeuren ten aanzien van directe investeringen. Zo kan een directe investering plaatsvinden in de vorm van het verwerven van een meerderheidsbelang in een beursgenoteerd bedrijf. Als hierop vervolgens ten gevolge van de koersontwikkeling op de effectenbeurs een waardeverandering plaatsvindt, verandert het externe vermogen zonder dat dit op de betalingsbalans wordt geregistreerd.¹⁷

Op grond van het hiervoor genoemde voorbeeld van de aandelenbelegger kan worden geconcludeerd dat op basis van uitsluitend de gebruikelijke betalingsbalansstromen weinig tot niets kan worden geconcludeerd over de omvang van het internationale vermogen. Dit kan worden uitgelegd met enkele voorbeelden, die tot exact dezelfde betalingsbalansstromen leiden, maar die geheel verschillende gevolgen hebben voor de internationale vermogenspositie van het land in kwestie.¹⁸ Stel dat een grote Nederlandse belegger voor een bedrag van € 100 miljoen aan Amerikaanse aandelen koopt. In scenario A maakt deze belegger in vier jaar tijd een koerswinst van 100%. Na vier jaar repatriëert hij de helft van zijn tot € 200 miljoen aangegroeide vermogen; hij houdt voor een bedrag aan € 100 miljoen in zijn Amerikaanse aandelenportefeuille.

In scenario B is de belegger minder succesvol: na vier jaar tijd heeft hij per saldo nog steeds geen koerswinst geboekt en besluit hij teleurgesteld zijn Amerikaanse aandelenbezit te repatriëren. In beide scenario's wordt in jaar 1 op de financiële rekening een uitstroom van kapitaal (opbouw buitenlands actief) geboekt, waar na jaar 4 weer een instroom (afbouw buitenlandse activa) tegenover staat. Louter en alleen op basis van de op de betalingsbalans geregistreerde stromen wordt in beide gevallen geconstateerd dat het buitenlandse vermogen niet is veranderd, terwijl in scenario A de buitenlandse actiefpositie wel degelijk met € 100 miljoen is toegenomen. In hoofdstuk 3 wordt dit verschijnsel meer in detail besproken en worden meer voorbeelden uitgewerkt.

17. Ook de betaling van zogeheten *goodwill* verstoort de aansluiting tussen de stand van het vermogen en de op de betalingsbalans zichtbare betaling. Dit wordt nader toegelicht in hoofdstuk 3.

18. Ter wille van de eenvoud wordt in het voorbeeld afgezien van transactiekosten en dividendbetalingen.

Tabel 2.3: gevolgen vermogenswinsten voor registratie extern vermogen

	Belegging in VS (jaar 1)	Koerswinst in VS (jaar 1 t/m 4)	Repatriëring (jaar 5)	Vermogen in VS volgens betalingsbalans	Feitelijk vermogen in VS
Scenario A	100	100	-100	0	100
Scenario B	100	0	-100	0	0

Er zijn analisten, zoals de Amerikaanse economen Hausman en Sturzenegger (2007) en eerder Julius (1993) die van mening zijn dat dergelijke niet-geregistreerde vermogenswinsten en -verliezen eigenlijk moeten worden toegerekend aan het lopende verkeer.¹⁹ Deze benadering leidt, losgelaten op de externe positie van de VS, tot interessante conclusies. Deze worden besproken in hoofdstuk 5.

Het meten van de internationale vermogenspositie

Juist vanwege het gegeven dat de betalingsbalans maar tot op zekere hoogte aanknopingspunten biedt om inzicht te krijgen in de internationale vermogenspositie van landen, wordt aanvullend onderzoek gedaan naar de waarde van de internationale activa en passiva van landen. Dit onderzoek geschiedt op basis van enquêtes onder ondernemingen, beleggers en financiële instellingen.

De registratie van de internationale activa en passiva is in de loop der tijd steeds vollediger geworden. Daarbij is in ons land de registratie van de grensoverschrijdende directe investeringen de oudste. Deze gaat in tijdreeksvorm terug tot 1973 [Van Nieuwkerk & Sparling (1985)]. De standen van de directe investeringen werden ontleend aan een jaarlijkse verplichte rapportage over de grensoverschrijdende deelnemingen. De gegevens uit deze rapportage werden aangevuld uit informatie uit het betalingsbalansregistratiesysteem van DNB, waarmee onder meer intra-concern kredietverlening kan worden geregistreerd.

De aandacht voor de directe investeringen valt te verklaren uit het feit dat deze aanvankelijk het grensoverschrijdende kapitaalverkeer domineerden. De laatste decennia is het effectenverkeer echter fors in belang toegenomen.

Gegevens over de standen van het grensoverschrijdend effectenbezit gaan terug tot 1986, waarbij vanaf 1987 een geografische spreiding wordt gegeven. De geografische spreiding van de stromen wordt echter niet door DNB gerapporteerd. De door DNB gerapporteerde data waren gebaseerd op een rapportage door het bankwezen over de beurswaarde van het grensoverschrijdende effectenbezit van hun klanten. Aanvul-

19. Als gevolg van deze correctie zou de betalingsbalans echter de aansluiting met het stelsel van Nationale Rekeningen verliezen. Wel zou deze correctie passen in de eerder in voetnoot 11 genoemde reconciliatietabel die conceptueel is uitgewerkt in tabel 9 van Appendix 1 van IMF (1993).

lende informatie wordt onder meer verkregen uit jaarverslagen van beleggingsinstellingen.

Rapportage over de standen van het “overig kapitaal” werd bijeen gehaald uit tal van bronnen. De externe positie van de overheid kan worden geconstrueerd op grond van een veelheid van bronnen, zoals betalingsbalansinformatie, kamerstukken en staatsbalansen. De positie van de banken kon uit hun rapportages aan DNB (de zogeheten P-staten) worden samengesteld. Deze data gaan terug tot 1900. De post “overig” werd veelal geconstrueerd uit betalingsbalansdata. De post “derivaten” is vooralsnog uitsluitend gebaseerd op rapportages door Nederlandse banken, informatie van buitenlandse partijen ontbreken. Daardoor zijn de gegevens niet volledig. DNB rapporteert op haar website het volledige externe vermogen van Nederland in tijdreeksvorm vanaf 1986 [Sparling (2002)].²⁰

Sinds de overgang naar het nieuwe rapportagesysteem in 2003 is de situatie geheel anders. Nu vraagt DNB zowel stromen als standen direct uit bij rapporteurs. Daarmee is zowel de kwaliteit van zowel betalingsbalans- als externe vermogensdata als hun onderlinge consistentie sterk verbeterd [DNB (2003-a)].

Data over het externe vermogen van de meeste industrielanden worden sinds enkele jaren gerapporteerd in de door het IMF uitgegeven International Financial Statistics (IFS). Van de meeste landen gaan de volledige gegevens terug tot 1980. Voor ontwikkelingslanden en opkomende markten was tot voor kort een versnipperd beeld beschikbaar. De Wereldbank rapporteert al geruime tijd over de externe schuldpositie van landen in de World Debt Tables [World Bank]. De deviezenvoorraden van vrijwel alle landen worden op maandbasis gerapporteerd door het Internationale Monetair Fonds (IMF) in de International Financial Statistics (IFS). Voor interbancaire posities kan worden teruggegrepen op door de BIS gerapporteerde data, naast het IFS. Het IMF verschaft de laatste jaren voor veel landen inmiddels een compleet beeld van de externe vermogenspositie, al gaan deze cijfers voor de meest niet-industrielanden nog maar enkele jaren terug. De reconciliatietabellen, waarin de verschillen tussen de betalingsbalansstromen en de verandering in de externe vermogenspositie wordt verklaard, worden door het IMF niet in de IFS gepubliceerd.

Al met al kan ten aanzien van de vermogensstatistieken worden geconcludeerd, dat deze tot dusver nog verre van volledig zijn, maar dat de registratie zich snel verbreedt. Tevens is de rapportage op onderdelen, zoals waar het gaat om buitenlandse schulden en de interbancaire posities, kwalitatief goed in orde. Zo werden reeds in 1988 vermogensstatistieken, met name die van de BIS, gebruikt om de betalingsbalansstatistieken te verbeteren. Deze waarneming is van belang voor hoofdstuk 7, waarin zal worden getracht om de statistieken van het externe vermogen volledig te integreren in een nieuwe betalingsbalansregistratie.

20. Overigens vermeldt het IMF in de IFS de internationale vermogenspositie (International Investment Position (IIP)) van Nederland vanaf 1980. De indruk bestaat dat het IMF de eerste jaren heeft bijgeschat op grond van betalingsbalansstromen.

Hoofdstuk 3

De drijvende krachten achter de internationale vermogenspositie

Inleiding

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de gevolgen van waardeveranderingen van de externe activa en passiva voor de netto externe vermogenspositie van een land. Daartoe zullen eerst aan de hand van enkele sterk vereenvoudigde voorbeelden op basis van een tweelanden model de belangrijkste determinanten van de externe vermogenspositie in kaart worden gebracht. Daarbij gaat het om die effecten die zich aan registratie op de betalingsbalans onttrekken. Vervolgens wordt per categorie van het externe vermogen uiteengezet wat de achterliggende krachten zijn. Daarna wordt aan de hand van enkele meer gecompliceerde voorbeelden ingegaan op de wijze waarop de diverse krachten op elkaar inspelen en elkaar hetzij versterken, hetzij (gedeeltelijk) kunnen opheffen.

Enkele gestileerde voorbeelden ter verduidelijking

Op basis van hoofdstuk 2 kunnen al meerdere factoren worden onderscheiden die leiden tot veranderingen in de internationale vermogenspositie van een land. Zoals eerder gesteld beginnen de meeste analyses met het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit saldo is voor veel landen in de wereld tot op de dag van vandaag één van de belangrijkste determinanten van de externe vermogenspositie.

Zoals reeds bleek uit de in de vorige hoofdstukken gepresenteerde voorbeelden zijn er waardeveranderingen in de buitenlandse bezittingen die eveneens invloed hebben op de waarde van het buitenlandse bezit. Dergelijke veranderingen worden in het algemeen niet op de betalingsbalans geregistreerd. Het is zelfs zo, zoals al kort aangept in hoofdstuk 2, dat een land niet eens een onevenwichtige lopende rekening hoeft te hebben om toch tot een netto buitenlandse actief- of passiefpositie te komen. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van het volgende, weliswaar fictieve, maar niet onrealistische voorbeeld.

Voorbeeld 3.1: het samenstellingseffect

In dit voorbeeld bestaat de wereld ter wille van de eenvoud van argumentatie uit twee landen, die wij voor het gemak aanduiden als Nederland en de Verenigde Staten (VS). Verder gaan wij vooralsnog uit van de aanname dat de munten van beide landen, euro en dollar, op pariteit met elkaar staan ($1 \$ = 1 €$), en dat de rente in beide landen niet beweegt.

In de periode $t = 0$ hebben beide landen evenwicht op de lopende rekening van hun betalingsbalans en heeft geen van beide een netto vordering en/of schuld aan de ander. De netto externe vermogenspositie van beide landen bedraagt dus nul. Op de laatste handelsdag van periode $t = 0$ kopen Nederlandse beleggers voor een bedrag ter waarde van \$ 1 miljard aan Amerikaanse obligaties, terwijl Amerikaanse beleggers voor € 1 miljard aan Nederlandse aandelen kopen. Ter wille van de eenvoud wordt in de voorbeelden in dit hoofdstuk afgezien van rente- en dividendbetalingen en transactiekosten. Dit betekent dat beide landen géén netto kapitaaluitvoer kennen en dat dus ook de financiële rekening in evenwicht is. Ondanks beide omvangrijke transactiestromen hebben beide landen aan het einde van de periode nog steeds een netto externe vermogenspositie van nul.

In de daarop volgende periode stijgen de Nederlandse aandelenkoersen met 10%, waardoor het Amerikaanse aandelenbezit met \$ 100 miljoen in waarde stijgt tot \$ 1,1 miljard. Het Nederlandse bezit aan obligaties is als gevolg van de constante rentevoeten niet in waarde veranderd. Er worden in de loop van de periode geen nieuwe financiële transacties gedaan en de lopende rekening van beide landen staat per saldo nog steeds op nul. Dus aan het einde van periode $t = 1$ heeft Nederland een netto passiefpositie van \$ 100 miljoen, die wordt weerspiegeld in een Amerikaanse netto actiefpositie van eveneens \$ 100 miljoen.

Bezien vanuit Nederland draagt het rendement op buitenlandse activa bij aan de verdere groei van het externe vermogen, maar in dit voorbeeld is dat gelijk aan nul. Het rendement dat buitenlanders (in dit voorbeeld dus Amerikanen) halen op hun Nederlandse bezittingen heeft juist een negatief effect op het netto externe vermogen van ons land. Daarbij gaat het dan meer specifiek om het rendement in de vorm van koerswinst dat niet wordt geregistreerd op de betalingsbalans. De kapitaalinkomsten (rente, dividenden) zitten immers al besloten in het saldo op de lopende rekening.

Het sterk vereenvoudigde voorbeeld hierboven illustreert als eerste, dat het niet nodig is voor een land om een overschot (tekort) op de lopende rekening van de betalingsbalans te hebben om toch een netto externe actief (passief)positie op te bouwen. Ten tweede blijkt glashelder, dat uiteenlopende rendementen op buitenlandse bezittingen en schulden kunnen bijdragen aan een divergerende waardeontwikkeling van de externe activa en passiva en derhalve een zelfstandige invloed uitoefenen op de verandering van de netto externe vermogenspositie.

In voorbeeld 3.1 is het duidelijk waar het verschil in rendement vandaan komt. Obligaties kennen in het algemeen een relatief rustig koersverloop vergeleken met

aandelen. De uiteenlopende rendementen in dit voorbeeld worden dus veroorzaakt doordat Amerikanen beleggen in aandelen en dat hun passiva (vanuit Nederlands perspectief gezien de activa) bestaan uit obligaties. Het uiteenlopende rendement in activa en passiva wordt derhalve veroorzaakt door de verschillen in samenstelling van respectievelijk de activa en passiva. Daarom spreekt men van het samenstellingseffect (*composition effect*). De verschillende in dit hoofdstuk theoretisch onderscheiden effecten kunnen worden gedistilleerd uit de analyses van Gourinchas & Rey (2005-a; 2005-b) en Lane & Milesi-Feretti (2002; 2005-a; 2005-b; 2006).

Het is ook mogelijk dat geen sprake is van een samenstellingseffect, maar dat de rendementen op activa of passiva toch uiteenlopen. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van het volgende, nog steeds sterk vereenvoudigde voorbeeld.

Voorbeeld 3.2: het prestatie-effect

Wij gaan nog steeds uit van het voorbeeld van twee landen, Nederland en de VS. Aan het einde van de periode $t = 1$ hebben zij beide nog steeds evenwicht op de lopende rekening van hun betalingsbalans. De VS hebben een netto actiefpositie ter waarde van \$ 100 miljoen = € 100 miljoen. De wisselkoers van de euro is ook in periode $t = 2$ nog steeds gelijk aan € 1 = \$ 1. Aan het begin van de periode $t = 2$ verkopen de Nederlandse beleggers hun obligatieportefeuille ter waarde van \$ 1 miljard en kopen daarvoor in de plaats een Amerikaanse aandelenportefeuille aan. In de loop van het jaar stijgt de Nederlandse aandelenbeurs, net als in de periode $t = 1$, met 10 %, terwijl de Amerikaanse beurs een stijging met maar liefst 15% laat aantekenen. Wij gaan er in het voorbeeld nog steeds vanuit dat zowel de Nederlandse als de Amerikaanse beleggers met de waarde van hun aandelenportefeuille gelijk oplopen met de gemiddelde beurskoersen. Aan het einde van de periode $t = 2$ is het Amerikaanse buitenlandse actief in ons land opgelopen tot \$ 1,21 miljard. Tegelijkertijd is het Nederlandse buitenlandse actief in de VS, dat in dit gestileerde voorbeeld gelijk is aan het Amerikaanse buitenlandse passief, gestegen tot € 1,15 miljard. De Amerikaanse netto externe actiefpositie is met \$ 40 miljoen geslonken tot \$ 60 miljoen, terwijl de Nederlandse buitenlandse netto externe passiefpositie met hetzelfde bedrag is afgenomen.

Voorbeeld 3.2 laat zien dat een verslechtering van de netto externe vermogenspositie het gevolg kan zijn van een relatief goede economische prestatie. In dit voorbeeld doet de Amerikaanse aandelenbeurs het duidelijk beter dan die in het buitenland (Nederland). Daardoor behalen Nederlandse beleggers een hoger rendement op hun Amerikaanse aandelenbezit dan omgekeerd. Hierdoor verslechtert de Amerikaanse externe vermogenspositie, terwijl die van Nederland juist verbetert.

Zoals zal blijken uit de analyse van de ontwikkelingen van een aantal industrielanden in hoofdstuk 4 zijn er meerdere landen die dankzij het succes van hun aandelenbeurs werden “gestraft” met een verslechtering van hun netto externe vermogenspositie.

In het voorbeeld is gemakshalve verondersteld dat het resultaat dat de beleggers in een bepaald land halen gemiddeld gelijk is aan de verandering van de effectenbeurs.

In de praktijk hoeft dit niet het geval te zijn. Het kan zijn dat beleggers de beurs structureel weten te verslaan of omgekeerd er telkens bij achterblijven. Bij het uiteenlopen van rendementen op buitenlandse activa en passiva binnen één categorie spreken wij van het prestatie-effect (*performance effect*).

Tot dusver werd in de voorbeelden uitgegaan van een constante wisselkoers tussen dollar en euro. Tevens werd de lopende rekening van beide landen in evenwicht verondersteld. In het volgende voorbeeld wordt de eerste veronderstelling losgelaten. Dit heeft direct gevolgen voor de ontwikkeling van de netto externe vermogenspositie. Immers, als Nederlanders bezittingen in het buitenland (de VS) hebben en de dollar zou depreciëren (appreciatie euro), dan lijden zij een vermogensverlies op hun Amerikaanse bezittingen. Omgekeerd, als de euro deprecieert (en de dollar dus apprecieert) dan maken zij een koerswinst op hun buitenlandse bezit. Hierbij gaan wij er gemakshalve van uit dat de Amerikanen hun Nederlandse bezit in euro aanhouden, terwijl het Nederlandse bezit in de VS in dollars luidt.

Voorbeeld 3.3: het valuta-effect

Aan het begin van periode $t = 3$ hebben Amerikanen een aandelenbezit in Nederland ter waarde van € 1,21 miljard (gelijk aan \$ 1,21 mrd). Omgekeerd hebben Nederlandse beleggers een in dollars luidende aandelenportefeuille met een waarde van \$ 1,15 miljard (gelijk aan € 1,15 mrd). De netto externe actiefpositie van de VS (gelijk aan de netto passiefpositie van Nederland) bedraagt \$ 0,06 miljard (\$ 60 miljoen).

Stel nu dat de dollar met 10% in waarde stijgt, zodat aan het einde van periode $t = 3$ geldt dat $\$ 1 = € 1,10$ ($€ 1 = 0,91$). Verder vinden in periode $t = 3$ geen transacties plaats, terwijl de aandelenbeurzen niet van hun plaats komen.

De Nederlandse actiefpositie bedraagt aan het einde van de periode nog steeds \$ 1,15 miljard, maar dankzij de appreciatie van de dollar vertegenwoordigt dit nu een waarde van € 1,265 miljard. De Nederlandse passiefpositie bedraagt nog steeds € 1,21 miljard, maar door de gestegen dollarkoers vertegenwoordigt dit nu nog maar een tegenwaarde in dollars van \$ 1,10 miljard. De Nederlandse netto externe positie is dankzij de koerswinst op dollaractiva omgeslagen van een netto passief ter grootte van \$ 60 miljoen (€ 60 miljoen) naar een netto actiefpositie van \$ 50 miljoen (€ 55 miljoen).

Bezien vanuit de VS zijn de passiva constant gebleven op een bedrag van \$ 1,15 miljard, maar is de waarde van de buitenlandse activa (€ 1,21 miljard) gemeten in dollars met 10% in waarde gedaald tot een bedrag van \$ 1,10 miljard. Het land heeft derhalve nu een netto externe passiefpositie ter grootte van \$ 50 miljoen (€ 55 miljoen).

Uit voorbeeld 3.3 blijkt dat veranderingen in de wisselkoers tot sterke schommelingen in de onderlinge vermogensposities kunnen leiden. In dit kader wordt gesproken van het valuta-effect (*exchange rate effect*).

In voorbeeld 3.3 zijn wij er gemakshalve vanuit gegaan dat alle buitenlandse activa in buitenlandse valuta luiden, terwijl alle passiva luiden in de eigen munteenheid. Dit is echter een sterke vereenvoudiging, die in de praktijk vaak geen opgeld doet. Met name waar het ontwikkelingslanden of emerging markets met een zware schuldenlast betreft zullen de passiva vaak in harde valuta luiden. Dat betekent dat hun schulden veelal luiden in dollars, euro of yen, waardoor hun schuldenlast als percentage van het BBP stijgt als hun nationale munt ten opzichte van deze harde valuta aan waarde verliest.

Of de internationale vermogenspositie van een land gemiddeld verbetert bij een depreciatie van de munt hangt dus ook af van de valutaire samenstelling van de passiva. Bij de empirische analyse in hoofdstuk 4 zal waar mogelijk het valuta-effect voor de onderzochte landen in kaart worden gebracht.

Overigens is de valutaire samenstelling van externe activa en passiva van de meeste landen niet of op zijn best gedeeltelijk bekend. Ook onderhouden landen in de praktijk financiële relaties met tal van andere landen, waardoor zowel externe activa als passiva een breed geschakeerde valutaire samenstelling zullen kennen. Daardoor zijn voor veel landen omvang en richting van valuta-effecten op voorhand niet of nauwelijks in te schatten.

De hiervoor beschreven effecten vormen gezamenlijk de verklaring voor het totaal aan de niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen van het netto externe vermogen. In theorie kunnen zij daarbij goed van elkaar worden onderscheiden en kan worden gesteld dat het totaal aan netto waardeveranderingen gelijk is aan de som van veranderingen uit hoofde van het samenstellingseffect, het prestatie-effect en het valuta-effect. In de praktijk is het vaak gecompliceerd om de diverse effecten daadwerkelijk uit elkaar te halen en te kwantificeren. Dit komt doordat de valutaire samenstelling van activa en passiva (zowel standen als stromen) lang niet altijd bekend is. Daardoor kan het valuta-effect vaak niet exact worden uitgerekend en loopt het veelal dwars door alle effecten heen.

In sommige landen, zoals de VS, wordt het valuta-effect officieel gerapporteerd. Wel gaat het daarbij meestal om relatief korte periodes. Een grove benadering kan worden gevonden via gebruik van de effectieve wisselkoers. Deze benadering is verderop in dit proefschrift gebruikt in hoofdstukken 5 en 6.

Een tussenstand

In de voorgaande paragraaf hebben wij de volgende oorzaken van een verandering van de externe vermogenspositie van een land geïdentificeerd. Ten eerste zijn daar de stromen zoals die op de betalingsbalans worden geregistreerd. De belangrijkste betalingsbalansgrootte betreft het saldo op de lopende rekening, zijnde het nationale spaaroverschot. Dit saldo moet wel worden gecorrigeerd voor de zogeheten vermogensoverdrachtenrekening.

Ook de boekingen op de financiële rekening van de betalingsbalans zijn van belang, omdat zij meer specifieke informatie bevatten in welke vermogenscategorieën de internationale activa en passiva zijn neergeslagen. Daarom kunnen veranderingen in het externe vermogen het beste worden benaderd via de financiële rekening. De

indeling van het externe vermogen sluit immers aan bij die van de financiële rekening van de betalingsbalans.

Omdat de betalingsbalans dankzij diverse salderingsposten en de post statistische verschillen per definitie altijd in evenwicht is, kan het saldo op de financiële rekening op de volgende wijze worden herleid:

$$3.1) \quad SLR + SVR + NFR + NGD + EO = 0 \quad <==>$$

$$3.2) \quad SLR + SVR + EO = - NFR - NGD$$

waarin:

SLR = het saldo op de lopende rekening

SVR = het saldo op de vermogenoverdrachtenrekening

NFR = het saldo van de financiële rekening

NGD = de op de betalingsbalans geregistreerde verandering in de goud- en deviezen-voorraad

EO = de statistische verschillen (errors and omissions)

De rechter helft van vergelijking 3.2 kan vervolgens worden gezien als de beste benadering van de verandering in het externe vermogen (voor zover geregistreerd op de betalingsbalans). Wel betekent dit, dat de statistische verschillen dan volledig worden toegerekend aan het lopende verkeer. Hoe in de praktijk in het kader van deze analyse het beste kan worden omgegaan met de post statistische verschillen wordt in hoofdstuk 4 besproken.

In vergelijking 3.3 wordt weergegeven dat de netto internationale vermogenspositie niet alleen verandert als gevolg van op de betalingsbalans geregistreerde financiële stromen, maar ook door niet geregistreerde waardeveranderingen. Merk op dat een negatief saldo op de financiële rekening uitstroom van kapitaal, en dus netto opbouw van buitenlandse activa betekent.

$$3.3) \quad DNIIP = - NFR - NGD + NWV$$

waarin:

DNIIP = de verandering in de netto internationale vermogenspositie

NWV = netto niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen

Conform de methodiek van de reconciliatietabel uit IMF (1993) kan de post NWV worden uiteengehaald in prijseffecten, valuta-effecten en overige effecten. Daardoor ontstaat vergelijking 3.4.

$$3.4) \quad DNIIP = - NFR - NGD + NPE + NVE + NOE$$

Waarin:

NPE = netto prijseffecten (zoals verandering van koersen van effecten)

NVE = netto valuta-effecten

NOE = netto overige effecten (waaronder herwaarderingen van directe investeringen)

De eerder in dit hoofdstuk genoemde effecten komen in beeld als de netto veranderingen in vergelijking 3.4 uiteen worden getrokken in de waardeveranderingen van de buitenlandse activa en die van de externe passiva.

De belangrijkste drijvende krachten

Op basis van de voorafgaande paragrafen kunnen per onderdeel van het externe vermogen de belangrijkste determinanten worden bepaald. Een wiskundige formalisering van de hier genoemde effecten is opgenomen in Appendix 2. Wellicht ten overvloede wordt er op deze plaats nogmaals op gewezen dat het in deze paragraaf gaat om de waardeveranderingen die niet zichtbaar zijn op de financiële rekening van de betalingsbalans.

Voor alle categorieën geldt, dat het beloop van de wisselkoers van de eigen valuta een belangrijke determinant is. Een appreciatie ervan betekent dat op buitenlandse bezittingen, voor zover die in zwakkere vreemde valuta luiden, een koersverlies wordt geleden. Omgekeerd betekent een depreciatie van de eigen munt dat op de buitenlandse bezittingen een waardestijging uit hoofde van het wisselkoerseffect kan worden geregistreerd. Het wisselkoerseffect raakt zowel de activa als de passivazijde, want ook de waarde van de externe passiva wordt beïnvloed door een schommeling in de eigen munt. Dit geldt voor ieder land waarvan de externe passiva niet in de eigen valuta luiden en dat zijn de meeste. Zeker emerging markets en ontwikkelingslanden moeten doorgaans lenen in harde vreemde valuta's om buitenlandse tekorten te financieren. Hun buitenlandse passiva luiden derhalve voor het overgrote deel in vreemde valuta. Voor industrielanden geldt daarentegen, dat een niet onaanzienlijk deel van hun externe passiva in de nationale munt luidt. Dit geldt bijvoorbeeld ook voor het deel van de Nederlandse staatsschuld dat zich in buitenlandse beleggingsportefeuilles bevindt. In de praktijk kan worden vastgesteld dat de VS het enige land ter wereld is dat zeer grote tekorten in het lopende verkeer boekt, maar dat desondanks vrijwel geen in vreemde valuta luidende passiva heeft. Dit verschaft dit land een uitzonderingspositie, die nader wordt geanalyseerd in hoofdstuk 5.

Het wisselkoerseffect kan zoals eerder gesteld in beginsel exact worden berekend, mits de regionale spreiding en de precieze valutaire samenstelling van zowel de buitenlandse bezittingen als die van de stromen door het jaar heen precies bekend is. In de praktijk is dit veelal niet exact het geval en moet dit effect worden benaderd door gebruik te maken van de nominale effectieve wisselkoers of door een schatting te maken van de regionale spreiding van de buitenlandse bezittingen. Alleen bij de directe investeringen is voor sommige landen de exacte regionale spreiding van zowel de standen als de stromen goed bekend. Voor sommige landen maken de statistische bureaus het de onderzoeker makkelijk. Zowel voor de VS als voor Australië wordt de omvang van het valuta-effect door het statistische bureau jaarlijks exact berekend en gebruik makend van een reconciliatietabel gepubliceerd. Dit verschaft de onderzoeker voor deze landen meteen een goed ijkpunt van de mogelijke alternatieve benaderingen via de nominaal effectieve wisselkoers. De Nederlandsche bank heeft in mei 2007 aangekondigd ingaande december 2007 eveneens deze cijfers in haar Statistische Bulletin te zullen publiceren [Aarsman & Lub (2007)].

Voor de categorie directe investeringen geldt, dat doorgaans het lokale economische klimaat bepaalt hoe zij gedijen. In geval van een gunstige conjunctuur floreert immers normaliter het bedrijfsleven en dat is in beginsel ook zo voor dat deel van het bedrijfsleven dat in buitenlandse handen is. Voorts wordt de waarde van buitenlandse bedrijven, voor zover zij geheel of gedeeltelijk aan de beurs zijn genoteerd, mede bepaald door het beursklimaat.

Dit alles betekent dus ook, dat een gunstig economisch klimaat en dito beursklimaat ertoe kan leiden dat de waarde van de externe passiva van een land kan stijgen, hetgeen kan leiden tot een verslechtering van de netto externe vermogenspositie. Dit effect kan evenwel wegvallen als de externe positie niet in geld wordt gemeten, maar wordt uitgedrukt als percentage van het BBP. Dan neemt namelijk niet alleen de teller (de omvang van het buitenlands passief), maar ook de noemer (het BBP) toe. Omgekeerd wordt de waarde van buitenlandse activa vanzelfsprekend grotendeels bepaald door de economische omstandigheden in het gastland.

Voor ons onderzoek is het vervelend dat veel landen hun directe buitenlandse investeringen nog steeds waarden tegen uiteenlopende grondslagen, zoals historische kostprijs, boekwaarde of netto vermogenswaarde, en niet uitsluitend tegen marktwaarde, al is dit in strijd met de IMF-richtlijnen. Dit betekent dat lang niet alle feitelijke waardemutaties direct en correct in de waardering terechtkomen.

Overigens wordt de waarde van directe investeringen niet per definitie door lokale omstandigheden bepaald. Waar het gaat om investeringen in productiefaciliteiten die niet voor de lokale markt produceren, kunnen andere factoren een rol spelen. Zo investeerden Japanse bedrijven eind jaren '80 van de 20e eeuw in reactie op de indertijd scherpe appreciatie van de Japanse yen massaal in andere Aziatische landen. Zij deden dit niet zozeer om te produceren voor de lokale markt, alswel om de productie naar Japan terug te exporteren. Overigens investeerde het Japanse bedrijfsleven in die tijd ook grootschalig in de VS. In dat geval ging het in principe wél om productie voor de lokale markt. Ook de waarde van productiefaciliteiten in ontwikkelingslanden, zeker waar die gericht zijn op exploitatie van grondstoffen en ruwe olie, wordt niet zozeer bepaald door de lokale economische omstandigheden, alswel door het prijsverloop van de voortgebrachte productie. Omdat dergelijke grondstoffen op de wereldmarkt veelal in Amerikaanse dollars worden verhandeld, speelt de bilaterale wisselkoers tussen de valuta van het land van vestiging en die van het moederland evenmin een relevante rol bij de waardering van het buitenlands actief.

De waarde van het grensoverschrijdend aandelenbezit wordt, net als die van een deel van de directe buitenlandse investeringen, verregaand bepaald door de relatieve beursprestaties. Doen de buitenlandse aandelenbeurzen het beter dan de nationale beurs, dan is dit in principe gunstig voor de waardeontwikkeling van het buitenlandse aandelenbezit. Doet de eigen aandelenbeurs het beter dan de buitenlandse beurzen, dan is het omgekeerde het geval. Bovenop de ontwikkeling van de beursindex komen natuurlijk nog de prestaties van de belegger, waarbij het kan voorkomen dat beleggers een structureel van het gemiddelde afwijkend resultaat boeken. Zo zal bij de analyse van de Nederlandse externe vermogenspositie in hoofdstuk 6 blijken dat buitenlandse beleggers in ons land in tal van jaren een structureel beter resul-

taat wisten te behalen dan het beursgemiddelde. De verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat het beter dan gemiddelde beleggers betrof [Kusters (1997), (1998)]. Een andere mogelijke verklaring is dat buitenlandse beleggers een voorkeur hebben voor bekende namen, waardoor zij hun Nederlandse aandelenbezit hadden geconcentreerd op grote, internationaal actieve bedrijven. Daarbij ging het om aandelen die in die periode inderdaad beter dan gemiddeld hadden gepresteerd.

Zeker in kleine landen met één of enkele internationaal zeer succesvolle bedrijven kan het overigens voorkomen dat het succes van dit bedrijf leidt tot een scherpe toename van de buitenlandse passiepositie. Als buitenlandse beleggers het potentieel van het bedrijf in kwestie vroegtijdig hebben onderkend kan dit spectaculaire vormen aannemen. Dit fenomeen zullen wij meer in detail tegenkomen bij de bespreking van Finland, thuisbasis van Nokia.

De relatieve prestatie van de obligatieportefeuille (“schuldpapier”) zal verregaand worden bepaald door de relatieve rentebewegingen, waarbij een rentedaling leidt tot koerswinst en een rentestijging tot een waardeverlies van obligaties. Dit effect is sterker naarmate de gemiddelde looptijd in de markt langer is. Ook veranderingen in de kredietwaardigheid van een debiteur kunnen een tamelijk forse doorwerking kennen, zeker als deze tot uiting komt in een officiële verandering van hun zogeheten ‘credit rating’. Een verslechtering van de credit rating van een bedrijf leidt meestal tot een acute koersdaling van de reeds uitstaande obligaties. In vergelijking met de categorieën aandelen en directe investeringen zullen de waardemutaties bij de categorie schuldpapier naar verwachting evenwel relatief beperkt zijn. Dit geldt a fortiori voor de categorie overig, die voor het overgrote deel bestaat uit interbancaire vorderingen, handelskrediet en derivaten. De eerste twee genoemde subposten worden veelal tegen boekwaarde genoteerd, terwijl de post derivaten qua omvang van ondergeschikt belang is.

De minder gestileerde werkelijkheid

Tot dusver zijn de diverse determinanten van de externe vermogenspositie steeds geïsoleerd beschouwd. Een dergelijke gestileerde opbouw van het betoog is verantwoord om de diverse effecten goed in kaart te kunnen brengen en uit te leggen.

Helaas is de praktijk in het algemeen aanmerkelijk complexer en werken sommige effecten dwars door alle categorieën heen, waarbij zij elkaar soms al of niet ten dele opheffen. Soms treden deze effecten min of meer gelijktijdig op, maar soms worden zij pas na verloop van tijd zichtbaar. Op deze plaats zal wederom worden getracht om de bedoelde effecten aan de hand van enkele, nog steeds gestileerde, maar toch wat meer complexe voorbeelden uit de praktijk te illustreren.

Voorbeeld 3.4 de mislukte overname

Laten wij uitgaan van een Nederlandse beursgenoteerde multinational met een beurskapitalisatie van € 20 miljard. Daarbij hebben buitenlandse aandeelhouders in totaal 25% van de uitstaande aandelen van deze onderneming in handen.

Stel dat deze Nederlandse onderneming een grote overname doet in de VS ter waarde van enkele miljarden euro. Na verloop van tijd blijkt dat de overname in kwestie geen succes is en het bedrijf lijdt een stevig verlies op zijn buitenlands bezit. Laten wij aannemen dat dit verlies € 2 miljard bedraagt. Het Nederlandse bedrijf moet zijn verlies nemen en schrijft de waarde van het buitenlands actief met € 2 miljard af. Daardoor lijdt het over het jaar van afschrijving een gevoelig verlies van zeg € 1,5 miljard.

Voor de netto externe vermogenspositie betekent dit *ceteris paribus* in eerste aanzet een verlies met € 2 miljard. Dit verlies wordt geregistreerd in de categorie directe investeringen.

Als gevolg van het verlies daalt de koers van de bedoelde onderneming op de effectenbeurs met 25%. Dit betekent dat de marktwaarde van het bedrijf met € 5 miljard in waarde daalt. Van dit vermogensverlies van € 5 miljard wordt 25%, te weten een bedrag ter grootte van € 1,25 miljard, gedragen door buitenlandse beleggers. Vanuit het standpunt bezien van de externe vermogenspositie betekent dit een afname van de externe passiva met € 1,25 miljard, hetgeen een verbetering van de netto externe vermogenspositie betekent (in de categorie aandelenbeleggingen). Al met al verslechtert de externe vermogenspositie van Nederland in dit voorbeeld met “slechts” € 0,75 miljard.

Voorbeeld 3.4 doet op het eerste gezicht wellicht wat gezocht aan, maar er zijn meerdere voorbeelden in de praktijk die hier sterk op lijken. Voorbeelden kunnen worden gevonden bij de Nederlandse multinationals Ahold, Numico en KPN. Dit zal nader worden gekwantificeerd bij de behandeling van de Nederlandse casus in hoofdstuk 6.

Een ander voorbeeld van een reeks van dynamische effecten kan worden gevonden als de wisselkoers in de beschouwing wordt betrokken.

Voorbeeld 3.5 zwakke valuta

In dit voorbeeld, dat nog steeds redeneert vanuit een wereld die bestaat uit twee landen (Nederland en de VS), boeken de VS een tekort in hun buitenlandse handel. Dit leidt tot een verzwakking van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. Bezien vanuit Nederland en uitgedrukt in euro betekent dit dat de Nederlandse bezittingen in de VS met het depreciatiepercentage in waarde dalen. De Amerikanen boeken uit hoofde van het valuta-effect een even grote waardevermindering op hun buitenlandse bezittingen.

De zwakkere dollar leidt tot een verbetering van de Amerikaanse concurrentiepositie, waardoor de Amerikaanse uitvoer aantrekt. Dit leidt tot een verhoogde economische activiteit en een verbetering van het Amerikaanse beursklimaat. Doordat de Amerikaanse beurs in dit voorbeeld beter presteert dan de Nederlandse, boeken Nederlandse beleggers koerswinst op hun Amerikaanse aandelenbezit. Voorzover Amerikaanse bedrijven in Nederlands bezit profiteren van de aantrekkende conjunctuur, profiteren ook Nederlandse investeerders in de VS. Als de krachtiger conjunctuur leidt tot een oplopende lange rente, zullen beleggers (dus ook Nederlandse) daarentegen een koersverlies op hun Amerikaanse obligatiebezit boeken.

Deze vermogenseffecten, koerswinst op aandelen, waardestijging en wellicht hogere winsten bij de directe investeringen en vermogensverlies bij de obligatieportefeuille zullen na verloop van tijd het in eerste instantie geleden verlies als gevolg van het valuta-effect weer al of niet gedeeltelijk compenseren.

In het in de voorbeelden gehanteerde tweelanden model zijn ook de meer complexe verbanden nog steeds overzichtelijk, omdat de vermogenswinst in het ene land per definitie zijn spiegelbeeld kent in een vermogensverlies in een ander land en vice versa. De wederzijdse vorderingen houden elkaar in deze voorbeelden immers in evenwicht: het netto passief van het ene land is per definitie gelijk aan het netto actief van de ander. Dit geldt voor de standen en ook voor de veranderingen daarin.

In werkelijkheid is de onderlinge vervlechting van de landen nog weer oneindig veel complexer dan in deze voorbeelden. Zo sluit het feit dat de VS een zeer omvangrijke netto passiefpositie hebben niet uit, dat het land gelijktijdig in de categorieën directe investeringen en aandelen toch een netto actiefpositie heeft. Ook hebben de VS zonder twijfel ten opzichte van sommige landen een netto crediteurstatus, terwijl zij tegenover andere landen een netto schuldpositie hebben. Daardoor zullen de diverse transmissiekanalen die hierboven gestileerd zijn weergegeven in werkelijkheid op een zeer ondoorzichtige wijze aangrijpen. Empirisch onderzoek zal van land tot land moeten aantonen welke determinanten van de veranderingen van het externe vermogen dominant zijn (hoofdstuk 4).

Tot besluit

In dit hoofdstuk zijn de drijvende krachten achter de externe vermogenspositie van landen gestileerd en op hoofdlijnen beschreven. Het blijkt dat de externe vermogenspositie van een land, los van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, door een veelheid van factoren wordt beïnvloed. Daarbij valt te denken aan de omvang en samenstelling van de externe activa en passiva, de behaalde resultaten op de diverse categorieën en het verloop van de wisselkoers.

Het blijft natuurlijk de vraag welke rol deze theoretisch te onderscheiden factoren in de praktijk spelen. Daartoe zal in het volgende hoofdstuk worden getracht al deze krachten voor een groep van landen nader in kaart te brengen en zo mogelijk te kwantificeren. In hoofdstukken 5 en 6 volgen daarop case studies naar de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van respectievelijk de VS en Nederland.

Hoofdstuk 4

De externe positie van enkele industrielanden nader bekeken

Inleiding

In het vorige hoofdstuk zijn de drijvende krachten achter de externe vermogenspositie meer gedetailleerd in kaart gebracht. Bij die analyse bleek dat de ontwikkeling van de netto externe vermogenspositie van een land moet worden verklaard uit een veelheid van factoren. Ten eerste is daar het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. Van oudsher wordt deze grootte gezien als een belangrijke verklaring, al zal uit de analyse in dit hoofdstuk blijken dat het belang van deze factor in de laatste decennia voor veel landen scherp is afgenomen. Ten tweede zijn daar de niet op de betalingsbalans geregistreerde rendementen die op de buitenlandse activa en passiva worden behaald, zoals koerswinsten, afschrijvingen en wisselkoerseffecten. Deze effecten worden van groter belang naarmate de bruto externe activa en passiva groter zijn in verhouding tot het BBP. Dan kunnen op zichzelf niet al te grote verschillen in rendement op externe activa en passiva al snel tot grote veranderingen in de externe vermogenspositie leiden.

Als vervolgens wordt gekeken naar de mogelijke verklaringen van verschillen in rendement op externe activa en passiva dan kunnen, zoals uiteengezet in hoofdstuk 3, theoretisch twee effecten worden onderscheiden, te weten het samenstellingseffect en het prestatie-effect. Het samenstellingseffect treedt op bij landen waarvan de samenstelling van internationale activa en passiva onderling sterk verschilt. Dit betekent, dat zelfs als binnen een bepaalde categorie het rendement op activa en passiva identiek is, het totale rendement op externe activa en passiva als gevolg van verschillen in samenstelling ervan toch uiteen gaat lopen. Het samenstellingseffect speelt ook bij verschillen in de valutaire samenstelling van externe activa en passiva.

Het prestatie-effect treedt op als binnen één categorie, bijvoorbeeld aandelenbeleggingen, het rendement op activa en passiva uiteenloopt. Dit effect kan optreden als de beursontwikkeling tussen landen verschilt, maar kan ook het gevolg zijn van verschillen in vakbekwaamheid van vermogensbeheerders. Het valuta-effect loopt dwars door alle elementen van de externe activa en passiva heen.

In dit hoofdstuk worden de inzichten uit hoofdstuk 3 getest aan de empirie. Voor een aantal industrielanden zal voor het tijdvak 1980 – 2005 worden bekeken hoe de ontwikkeling van hun externe vermogenspositie kan worden verklaard. Hiertoe zal eerst de groep als geheel worden bekeken, onder meer om op voorhand al in te schatten welke effecten dominant zullen zijn. Vervolgens zal land voor land de ontwikkeling van de externe positie nader worden bekeken. Dit gebeurt op hoofdlijnen, waarbij de meest in het oog springende verklaringen zullen worden besproken.

De beschouwde landen zijn de VS, Japan, Duitsland, Frankrijk, het VK, Italië, Spanje, Canada, Nederland, Zwitserland en Finland. De keuze voor deze groep

landen is niet willekeurig. De groep omvat ten eerste de van oudsher belangrijkste industrielanden. Verder is de groep aangevuld met drie kleinere landen, met name omdat, zoals zal blijken, deze landen interessante cases vormen. Overigens speelt ook de beschikbaarheid van data een belangrijke rol. Hoewel de groep waarvoor het IMF data publiceert inzake hun internationale vermogenspositie gestaag groeit, zijn slechts voor de traditionele industrielanden langere tijdreeksen voorhanden. Om deze reden blijven landen als China, India en Rusland in deze analyse buiten beschouwing, ondanks hun snel in belang toenemende rol op het wereldtoneel. Ook de EMU, de tweede economie en grootste exporteur ter wereld, wordt in dit hoofdstuk niet meegenomen, omdat de geconsolideerde data voor dit gebied niet verder teruggaan dan 1999. Wel wordt in hoofdstuk 5, waarin de externe vermogenspositie van de VS en de positie van de dollar wordt besproken, ingegaan op de rol van China bij de huidige mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden. De externe positie van de eurozone wordt behandeld in hoofdstuk 7, als de waardeveranderingen van het externe vermogen in de betalingsbalansopstelling worden geïntegreerd. Twee landen, te weten de Verenigde Staten en Nederland, krijgen een eigen hoofdstuk waarin de ontwikkelingen met een grotere mate van detail worden besproken. De reden hiervoor is dat zich rond de externe positie van de Verenigde Staten reeds een uitgebreide discussie in de literatuur heeft ontwikkeld. De externe positie van dit land is uiteraard van groot belang voor de positie van de rol van de Amerikaanse dollar in het mondiale monetaire stelsel. Daarom wordt ook ingegaan op de vraag wat de gevolgen kunnen zijn van de ontwikkeling van de Amerikaanse externe positie voor het mondiale monetaire stelsel.

Ook Nederland verdient een eigen meer gedetailleerde behandeling. De reden is dat ons land, met zo ongeveer het hoogste structurele nationale spaaroverschot ter wereld, nog altijd geen noemenswaardige externe netto actiefpositie heeft opgebouwd. Dit maakt ons land tamelijk uniek in de wereld.

Alvorens op de diverse landen in te gaan, worden in de komende paragrafen eerst nog twee meer technische zaken besproken. Ten eerste gaat het om de vraag wat de effecten zijn van het feit dat de vergelijkende analyse in dit hoofdstuk in Amerikaanse dollars plaatsvindt. Ten tweede wordt toegelicht waarom de post 'financiële derivaten' in deze analyse niet wordt behandeld.

Analyse in dollars

Bij de analyse van de ontwikkeling van de externe positie van een land wordt idealiter uitgegaan van de eigen valuta. Dat maakt het immers mogelijk om de gevolgen van wisselkoersschommelingen voor de waarde van externe activa zo goed mogelijk te identificeren. Bij de analyses van de VS en Nederland in respectievelijk hoofdstuk 5 en 6 wordt daarom ook gewerkt met respectievelijk de Amerikaanse dollar en de euro. Bij een internationale vergelijking is het echter zaak dat de cijfers onder één noemer worden gebracht. In dit hoofdstuk is daarbij gekozen voor de Amerikaanse dollar. Niet alleen omdat de dollar de belangrijkste valuta is, maar vooral omdat de belangrijkste data bron voor de hier gepresenteerde analyse, de International Financial Statistics van het IMF, in dollars luidt.

Het gevolg van deze keuze is dat een verandering in de dollarkoers ten opzichte van andere valuta's per definitie gevolgen heeft voor de waarde van de internationale activa én passiva van het land. Zelfs als alle externe activa en passiva van een land in andere valuta's luiden dan de dollar, dan nog werken in een vergelijkende analyse fluctuaties van de dollarkoers door. Tevens betekent dit dat het valuta-effect zichtbaar wordt in de cijfers op plaatsen waar men het niet op de eerste plaats zou verwachten. Doordat activa én passiva beide worden omgerekend naar dollars, werken fluctuaties in de koers van de Amerikaanse dollar aan beide zijden van de internationale vermogenspositie door. Ook werken door niet-Amerikaanse beleggers en investeerders behaalde wisselkoersverliezen op in Amerikaanse dollars (of daaraan gekoppelde munten) luidende activa niet door aan de actiefzijde, maar aan de passiefzijde van de externe balans.

Een voorbeeld moge dit verduidelijken. Stel dat de EMU vorderingen op de VS heeft ter waarde van \$ 1.350 miljard. De VS hebben in dit voorbeeld Europese bezittingen van € 1.000 miljard. Uitgaande van een euro/dollarkoers van 1,35 (1 euro is 1,35 dollar) is de bilaterale netto vermogenspositie van beide blokken in dit voorbeeld precies nul.

Stel nu dat de euro doorstijgt naar 1,50, maar dat verder geen sprake is van veranderingen in de waarde van activa en passiva. In dat geval daalt, gemeten in euro's, de waarde van de Europese bezittingen in de VS naar € 900 miljard (\$ 1.350 gedeeld door 1,50) en de Europese externe vermogenspositie verslechtert met € 100 miljard als gevolg van een daling van de waarde van de activa. Gemeten in dollars blijft het Europese bezit echter \$ 1.350 miljard waard. De waarde van de Amerikaanse bezittingen in de EMU stijgt echter tot \$ 1.500 miljard. Hierdoor verslechtert de Europese netto externe vermogenspositie tot minus \$ 150 miljard, als gevolg van de in dollars gestegen waarde van de externe passiva.

In feite worden in de nu volgende analyses de gevolgen van dollarschommelingen van alle landen onder beschouwing gemeten aan de hand van wat vanuit de VS gezien de waardeveranderingen van activa en passiva zijn.

Waar noodzakelijk zal hier her en der in de tekst nog eens expliciet op worden gewezen.

De post financiële derivaten

Voor een aantal landen is in de loop van de beschouwde periode de post 'financiële derivaten' ingevoerd op de betalingsbalans en in de internationale vermogensstatistiek. Deze post blijft in de analyse per land buiten beschouwing. De reden daarvoor is drieërlei. Ten eerste zijn de data, zeker voor een langere periode, nog lang niet voor alle landen beschikbaar. Ten tweede valt uit de statistieken niet op te maken hoe deze post in detail is opgebouwd. Het is bijvoorbeeld niet mogelijk om te zien om wat voor derivaten het gaat. Het zou om valutaopties, rentederivaten of aandelenopties kunnen gaan. Door de ontbrekende informatie valt ook niet goed op te maken hoe waardeveranderingen zouden moeten worden geduïd. Ten derde heffen in- en uitstroom bij deze post elkaar verregaand op. Sommige landen geven deze stroom ook alleen maar gesaldeerd weer.

Tabel 4.1: de externe positie van de besproken landen in vogelvlucht
(bedragen in US\$ miljard)

	VS	Japan	Duitsland	Frankrijk	VK	Italië	Canada	Spanje	Zwitserland	Nederland	Finland
(1) Beginstand netto IIP	366	13	33	26	43	37	-92	-17	70	24	-8
(2) Eindstand netto IIP	-2546	1532	528	215	-247	-61	-151	-513	395	26	-28
(3)=(2)-(1) Verandering	-2912	1519	495	189	-290	-98	-59	-497	325	2	-21
(4) Cumulatief saldo lopende rekening	-5289	2219	385	226	-452	-49	-90	-354	465	355	66
(5) Cumulatief saldo vermogensoverdrachtenrekening	-34	-81	-18	-7	25	28	96	94	-8	-20	1
(6) = (3)+(4)-(5) Netto vermogensmutatie	2411	-619	128	-30	137	-77	-65	-236	-132	-333	-87
(7) = (6) / (3) Netto vermogensmutatie als percentage van verandering	-83%	-41%	26%	-16%	-47%	79%	110%	48%	-41%	-15848%	426%
(8) = (6) / (4) Netto vermogensmutatie als percentage cumulatief saldo LR	-46%	-28%	33%	-13%	-30%	157%	72%	67%	-28%	-94%	-132%
(9) p.m.: cumulatieve E&O	246	-33	169	30	104	-130	-15	-30	63	-70	-24

Noot: de cijfers hebben betrekking op de periode 1980 – 2005, met uitzondering van Frankrijk (vanaf 1989), Nederland (vanaf 1982), Zwitserland (vanaf 1983) en Spanje (vanaf 1981)

Vanwege deze factoren wordt de post financiële derivaten niet verder besproken. In de verdere hoofdstukken in dit boek worden zij, waar relevant, meegenomen onder de post 'overig'.

Een aantal landen nader beschouwd

In tabel 4.1 staat de ontwikkeling externe positie van een aantal landen weergegeven. Ten eerste kan in de tabel worden afgelezen hoe de netto externe vermogenspositie (netto IIP) tussen 1980 en 2005 is veranderd (regel 3). Vervolgens kan worden gezien hoe deze verandering zich verhoudt tot het cumulatieve saldo op de lopende rekening in deze jaren (regel 4). Ook geeft de tabel het cumulatieve saldo op de vermogensoverdrachtenrekening weer (regel 5). Deze post moet in het kader van deze analyse worden behandeld als een correctie op de lopende rekening. Een overschot op deze post draagt immers, net als een overschot in het lopende verkeer, bij aan de vorming van het externe vermogen. Een tekort op deze post gaat ten laste van de externe vermogenspositie.

In regel 6 staan vervolgens de netto vermogensmutaties weergegeven: de veranderingen in de netto externe vermogenspositie voor zover deze niet kunnen worden verklaard uit de saldi in het lopende verkeer en die op de vermogensoverdrachtenrekening. Alle bedragen in de tabel luiden in Amerikaanse dollars. Alle data inzake de betalingsbalans en de internationale vermogenspositie in dit hoofdstuk zijn ontleend aan de International Financial Statistics (IFS) van het Internationale Monetair Fonds (IMF), stand per augustus 2007, tenzij anders vermeld. De beursdata zijn ontleend aan Morgan Stanley, via Ecwin.

De landen in de tabel kunnen worden onderverdeeld in landen met een structureel overschot in het lopende verkeer (in 20 of meer jaren van de onderzochte periode), zoals Japan, Nederland en Zwitserland, landen met een structureel tekort, zoals de VS, het VK en Spanje, en landen die noch een structureel overschot, noch een structureel tekort in het lopende verkeer hebben. Bij deze laatste groep vinden wij ook een land als Duitsland, dat in de jaren '90 van de vorige eeuw in de nasleep van de Duitse eenwording aanzienlijke tekorten op handelsbalans en lopende rekening realiseerde. Als spiegelbeeld hiervan waren de betalingsbalansen van Frankrijk en Italië in deze jaren juist relatief sterk. Naarmate de Duitse concurrentiepositie zich sinds de eeuwwisseling herstelde kwam ook het 'normale' patroon van Duitse overschotten en Franse en Italiaanse tekorten weer naar voren.

Canada en vooral Finland zijn landen waarvan de lopende rekening in de loop der tijd steeds sterker is geworden. Bij Finland trad dit verschijnsel vanaf het begin van de jaren '90 al op, de kracht van de Canadese exportpositie is een meer recent fenomeen.

Op grond van de tabel kunnen de volgende constatering worden gedaan. Ten eerste kan worden geconstateerd dat alle landen met een structureel overschot in het lopende verkeer aanzienlijke vermogensverliezen hebben geboekt. Het gaat hier zoals gezegd om Japan, Zwitserland en Nederland. Van deze landen heeft Japan in absolute termen het grootste verlies geleden. Het Nederlandse vermogensverlies is met ruim 90% van het cumulatieve overschot in het lopende verkeer in relatieve zin het grootste. Het Zwitserse vermogensverlies is in zoverre opmerkelijk, dat uit een eerder

onderzoek naar voren kwam dat de Zwitsers juist per saldo een vermogenswinst op hun externe positie wisten te realiseren [Boonstra (2003-a)]. In de nadere bespreking van Zwitserland zal dit nader worden onderzocht.

Van de structurele tekortlanden kan voor zowel de Verenigde Staten als het Verenigd Koninkrijk worden geconstateerd dat zij aanmerkelijke netto vermogenswinsten op hun internationale netto vermogenspositie wisten te realiseren. In beide gevallen gaat het om landen die al relatief vroeg forse bruto externe activa en passiva hadden en zowel met activa als passiva breed en diep verankerd waren in de wereld-economie. Overigens zijn bij het VK externe activa en passiva als percentage van het BBP ook erg groot, zeker voor een groot land.

Spanje, het andere structurele tekortland in deze tabel, had in 1980 nog een uiterst bescheiden internationale vermogenspositie, die voor het leeuwendeel bestond uit de post 'overig' (vooral interbancaire posities en handelskrediet). Ook kende Spanje, in tegenstelling tot het VK en de Verenigde Staten, al in 1980 een netto schuldpositie.

Van de groep overige landen wist alleen Duitsland per saldo een vermogenswinst op de externe positie te realiseren. De anderen landen leden hier een vermogensverlies, waarbij dit in geval van zowel Frankrijk als Italië overigens in dezelfde orde van grootte van de cumulatieve statistische verschillen van de betalingsbalans lag (regel 9 tabel).

Hoe de post 'statistische verschillen' moet worden geïnterpreteerd

Ieder land heeft een post 'statistische verschillen' op de betalingsbalans (Errors and Omissions, E&O). De oorzaak van deze post is gelegen in het verkeerd boeken van lopende transacties en stromen uit hoofde van het financiële verkeer, plus omissies in de registratie van transacties plus 'vergissingen' en weglatingen. De achterliggende oorzaak van deze post, die het feitelijke evenwicht van de betalingsbalans bewerkstelligt, is naar zijn aard niet bekend. Daarbij kan het ook nog zo zijn dat achter deze post grote bruto stromen verscholen gaan. Het betreft immers een netto post.

De interpretatie van de post statistische verschillen in deze analyse is moeilijk. Een negatief teken bij deze post betekent dat per saldo niet-geregistreerd geld het land uit is gegaan. Als de niet-geregistreerde geldstroom betrekking heeft op het lopende verkeer, dan zouden de statistische verschillen bij het lopende rekening saldo moeten worden opgeteld. Als dit bijvoorbeeld voor Nederland zou worden gedaan, dan zou het cumulatieve overschot over de jaren 1980 – 2005 met \$ 70 miljard moeten worden verlaagd tot \$ 285 miljard. De netto vermogensmutatie (in het geval van ons land een vermogensverlies) loopt dan terug tot een aanmerkelijk lagere, zij het nog altijd aanzienlijke som van \$ 263 miljard. Voor statistische verschillen met een per saldo positief teken geldt uiteraard het spiegelbeeld van voorgaande redenering.

In tabel 4.2 is bij wijze van gedachtenexperiment voor alle landen onder beschouwing de totale post statistische verschillen toegerekend aan het lopende verkeer. Daarna is uitgerekend welke gevolgen dit heeft voor de omvang van de langs deze weg berekende vermogensmutaties. Overigens worden, door het volledig toerekenen van de statistische verschillen aan het lopende verkeer, de vermogensmutaties onderschat. In feite vormen de in tabel 4.2. weergegeven cijfers dan ook de onderkant van de geschatte vermogenseffecten.

Tabel 4.2: Errors & Omissions in perspectief

	VS	Japan	Duitsland	Frankrijk	VK	Italië	Canada	Spanje	Zwitserland	Nederland	Finland
(1) Netto vermogensmutatie	2411	-619	128	-30	137	-77	-65	-236	-132	-333	-87
(2) Cumulatieve E&O	246	-33	169	30	104	-130	-15	-30	63	-70	-24
(3) = (2) / (1) E&O als % vermogensmutatie	10%	5%	132%	-101%	76%	169%	23%	13%	-48%	21%	27%
(4) = (1) - (2) Vermogensmutatie na correctie E&O	2165	-586	-41	-60	33	53	-50	-206	-195	-263	-63
(5) = (4) / (1) Gecorrigeerde vermogensmutatie als percentage oorspronkelijk	90%	95%	-32%	201%	24%	-69%	77%	87%	148%	79%	73%

Zie noot bij tabel 4.1

De gevolgen zijn aanzienlijk. Voor de Verenigde Staten neemt de behaalde vermogenswinst af met 10%. Die van het VK daalt zelfs met ruim 75%. Voor Frankrijk en Zwitserland vallen de vermogensverliezen na deze correctie juist duidelijk groter uit. De vermogenswinst voor Duitsland slaat daarentegen om in een verlies, terwijl het tekort van Italië juist omslaat in een vermogenswinst. Bij de andere landen daalt de vermogensmutatie met tussen de tien en de dertig procent.

Zouden de statistische verschillen daarentegen betrekking hebben op het financiële verkeer, dan veranderen zowel het cumulatieve saldo in het lopende verkeer als de netto vermogensmutatie niet. Wel zal dan, als wij de vermogensmutatie proberen te verklaren uit hoofde van de componenten van de financiële rekening, de post 'overig' voor de statistische verschillen moeten worden gecorrigeerd.

Op voorhand kan niet worden bepaald of de statistische verschillen moeten worden toegerekend aan het lopende verkeer, het financiële verkeer, of dat zij over beide categorieën moeten worden verdeeld. Daarom wordt op deze plaats geen van deze correcties uitgevoerd. Voor de meeste landen is deze post niet groot genoeg om de analyse wezenlijk te verstoren. Wel wordt de post statistische verschillen als pro memorie (p.m.) post opgevoerd om de berekende vermogenseffecten steeds in verhouding tot deze post te kunnen beschouwen.

Omvang van de bruto standen

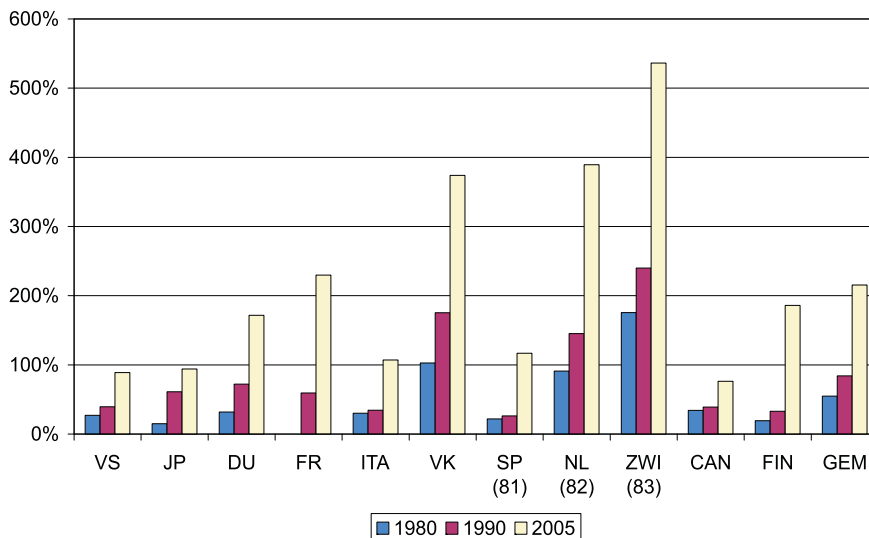
De netto internationale vermogenspositie van een land vertelt op zich zelf weinig over de op voorhand te verwachten omvang van de vermogenseffecten. De netto positie bestaat immers uit het verschil tussen de bruto externe activa en de bruto externe passiva van een land. De netto vermogenswinst van een land op zijn buitenlandse vermogenspositie effect is dan ook per definitie gelijk aan de vermogenswinst op de bruto externe activa, verminderd met de vermogenswinsten die buitenlandse beleggers en investeerders weten te halen op hun bezittingen in het land in kwestie (de bruto externe passiva). Een netto vermogenseffect ontstaat als omvang van en/of rendement op de externe activa en passiva uiteenlopen. Hoe groter de bruto standen, des te groter is het effect. Als een land bruto externe activa en passiva heeft in de orde van grootte van zo'n 400% BBP, zoals Nederland, dan heeft een rendementsverschil tussen activa en passiva van 1% al een effect op de externe vermogenspositie van 4% BBP. Dan is het saldo op de lopende rekening al snel niet meer de dominante factor.

Op basis van het voorgaande mag worden verwacht dat de vermogenseffecten het grootst zullen zijn voor landen die het meest zijn vervlochten in de wereldeconomie via externe activa en passiva. Kortweg gesteld: hoe groter de bruto standen van de internationale activa en passiva, des te kleiner zal naar verwachting het belang van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans zijn.

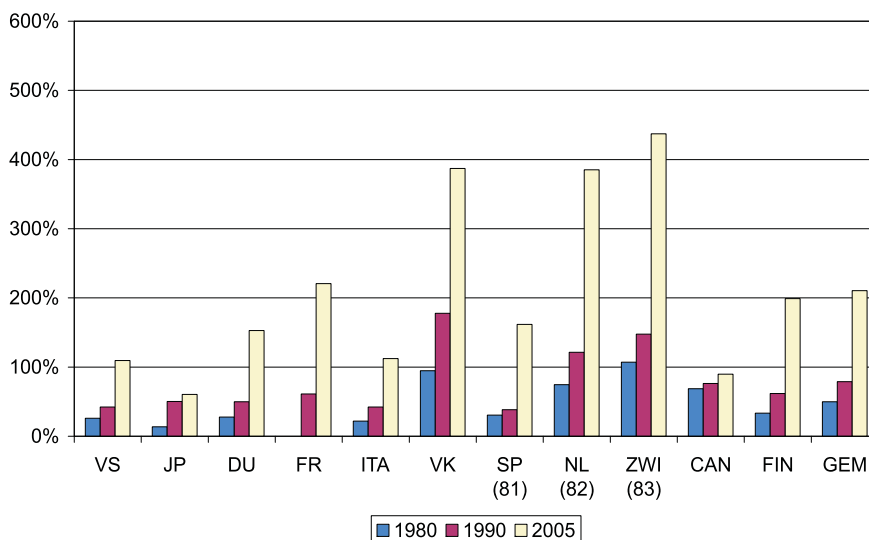
In grafieken 4.1.a en 4.1.b. staan nogmaals voor de landen onder beschouwing de externe activa en passiva als percentage van het BBP weergegeven voor de jaren 1980, 1990 en 2005 (eerder weergegeven in grafieken 1.1.a en b). Uit deze grafieken komt het beeld naar voren van een zeer snelle stijging van de externe bruto activa en passiva. Voor alle landen geldt derhalve dat hun vervlechting met de rest van de wereldeconomie via wederzijdse investeringen, effectenbeleggingen en interbancaire posities

aanzienlijk is gestegen. Deze toename is vooral sedert 1990 opgetreden. Dit is overigens niet zo verwonderlijk, aangezien de liberalisatie van het grensoverschrijdende kapitaalverkeer zo rond die tijd voor de meeste hier beschouwde landen was voltooid, waardoor het internationaal kapitaalverkeer vrijelijk over de grenzen kon bewegen.

Grafiek 4.1.a: externe activa als percentage van het BBP



Grafiek 4.1.b: externe passiva als percentage van het BBP



In het algemeen geldt dat de grote landen nog altijd relatief gesloten zijn, waarmee in het kader van deze analyse wordt bedoeld op het relatief lage niveau van de externe activa en passiva als percentage van het BBP. Van de grotere landen behoort alleen het Verenigd Koninkrijk tot de meer open economieën.

Opvallend is dat van de andere grote landen Duitsland en met name Frankrijk een opmars hebben doorlopen van relatief gesloten tot, in het geval van Frankrijk, één van de meer open economieën ter wereld. De Zuid-Europese landen, Italië en Spanje, behoren nog steeds tot de landen met de verhoudingsgewijs kleinste bruto internationale activa en passiva.

Van de kleinere landen zijn met name de landen die van oudsher tot de rijkere landen behoren, Nederland en Zwitserland, traditioneel erg open. Deze internationale oriëntatie is overigens tegen het licht van de relatief kleine thuismarkt niet zo verwonderlijk. Beide landen huisvesten relatief veel grote, internationaal georiënteerde bedrijven en meerdere grote banken. Verder liepen zij verhoudingsgewijs voorop bij het liberaliseren van hun grensoverschrijdende kapitaalverkeer.

Finland is een buitenbeentje. In 1980 en zelfs in 1990 nog behoorde dit land tot de meest gesloten economieën ter wereld, waarbij het land ook nog eens een sterke economische oriëntatie kende op de voormalige Sovjet Unie [Lewis (2005)]. In 2005 scoorde het land qua openheid zowel bij de activa als bij de passiva min of meer gemiddeld.

Samenstelling van externe activa en passiva

Een tweede factor van belang betreft zoals gesteld de samenstelling van de externe activa en passiva. Onder de aanname dat op langere termijn binnen de diverse categorieën de rendementen op externe activa en passiva min of meer aan elkaar gelijk zullen zijn, mag worden verwacht dat een uiteenlopende samenstelling van de externe activa en passiva tot verschillen in rendement op activa en passiva zal leiden (samenstellingseffect). Naar verwachting zullen de risico/rendementsverhoudingen tussen de diverse categorieën immers wel structureel uiteen kunnen lopen. Verder zal het rendement bij sommige categorieën, zoals de categorieën ‘overig’ en ‘schuld-papier’ grotendeels zichtbaar zijn op de betalingsbalans (inkomstenrekening, onderdeel van de lopende rekening) in de vorm van rente, terwijl voor beleggingen in aandelen en directe investeringen een groot deel van het rendement zoals uiteen gezet in hoofdstuk 3 zal neerslaan in vermogenswinsten. Deze worden naar hun aard niet op de betalingsbalans geregistreerd.

Tabel 4.3: samenstelling activa

	VS	Japan	Duitsland	Frankrijk	VK	Italië	Canada	Spanje	Zwitserland	Nederland	Finland	Gemiddeld
Totaal 1980	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DBI	29%	12%	12%	14%	14%	5%	26%	5%	11%	30%	7%	15%
Aandelen	3%	0%	2%	6%	2%	2%	8%	0%	7%	5%	0%	3%
Schuld papier	6%	13%	6%	2%	2%	2%	1%	0%	24%	4%	1%	6%
Overig	41%	58%	64%	72%	46%	46%	61%	66%	47%	49%	71%	57%
Reserves	23%	16%	16%	6%	45%	45%	4%	28%	11%	11%	21%	18%
Totaal 1990	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DBI	32%	11%	12%	15%	14%	15%	37%	12%	12%	25%	25%	19%
Aandelen	9%	0%	4%	5%	11%	4%	11%	1%	7%	8%	4%	6%
Schuld papier	6%	32%	13%	6%	12%	12%	4%	3%	26%	7%	5%	12%
Overig	46%	53%	65%	65%	61%	44%	39%	43%	48%	52%	43%	51%
Reserves	8%	4%	6%	9%	2%	24%	8%	41%	7%	8%	23%	13%
Totaal 2005	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DBI	32%	9%	17%	32%	15%	15%	46%	28%	21%	26%	23%	24%
Aandelen	28%	10%	16%	11%	13%	22%	18%	9%	18%	20%	18%	16%
Schuld papier	9%	40%	22%	27%	15%	29%	9%	35%	18%	25%	25%	23%
Overig	30%	22%	43%	29%	56%	30%	23%	26%	40%	28%	31%	33%
Reserves	2%	20%	2%	1%	1%	3%	4%	1%	3%	1%	3%	4%

Bron: berekend met behulp van data IFS, augustus 2007

Tabel 4.4: samenstelling passiva

	VS	Japan	Duitsland	Frankrijk	VK	Italië	Canada	Spanje	Zwitserland	Nederland	Finland	Gemiddeld
Totaal 1980	100%	100%	100%		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DBI	18%	2%	11%		12%	10%	29%	9%	8%	17%	3%	12%
Aandelen	12%	10%	5%		2%	0%	6%	1%	22%	11%	0%	7%
Schuldpapier	25%	19%	12%		3%	5%	28%	0%	2%	10%	15%	12%
Overig	45%	69%	72%		82%	85%	37%	90%	68%	62%	82%	69%
Totaal 1990	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DBI	22%	1%	10%	11%	13%	13%	25%	34%	10%	19%	6%	15%
Aandelen	10%	6%	11%	7%	6%	2%	4%	11%	23%	16%	2%	9%
Schuldpapier	28%	20%	17%	21%	14%	9%	42%	8%	4%	13%	39%	20%
Overig	40%	73%	62%	60%	66%	76%	29%	48%	63%	52%	53%	57%
Totaal 2005	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
DBI	21%	4%	15%	21%	10%	11%	34%	20%	12%	18%	14%	16%
Aandelen	17%	41%	11%	14%	12%	4%	10%	13%	33%	20%	31%	19%
Schuldpapier	34%	15%	39%	29%	16%	52%	35%	34%	4%	28%	28%	29%
Overig	28%	40%	34%	35%	62%	33%	22%	33%	51%	33%	27%	36%

Bron: berekend met behulp van data IFS, augustus 2007

De samenstelling van activa en passiva is dus een factor van belang. In tabellen 4.3 en 4.4. staat de samenstelling van respectievelijk de externe passiva en activa voor de landen onder beschouwing weergegeven voor de jaren 1980, 1990 en 2005. In 1980 was de post 'overig' in alle landen nog dominant, zowel bij de activa als passiva. In 2005 was deze post, althans gemiddeld, in omvang nog steeds de belangrijkste, maar was het aandeel ervan in het totaal van de grensoverschrijdende activa en passiva scherp gedaald. Bij de externe activa is verder de scherpe afname van het belang van de officiële reserves opvallend. Dit weerspiegelt de in de loop der tijd opgetreden verschuiving in de gehanteerde wisselkoersregimes van de diverse landen en binnen de EU uiteraard de vorming van de Economische en Monetaire Unie (EMU) met de in beginsel vrij zwevende euro. Japan, dat nog steeds een min of meer actief wisselkoersbeleid voert, is van de landen onder beschouwing de enige uitzondering op deze regel.

Tegenover deze relatieve afnames staat een forse groei bij de directe buitenlandse investeringen en van het internationale effectenverkeer. Daarbij ligt het zwaartepunt voor de meeste landen nog bij de buitenlandse beleggingen in schuldpapier, al is ook het aandeel van de grensoverschrijdende beleggingen in aandelen fors gestegen. In het algemeen kan worden gesteld dat het belang van de relatief hoog renderende, maar daarmee ook relatief risicovolle categorieën (aandelenbeleggingen en directe investeringen) in de loop der tijd aanzienlijk is toegenomen.

In het vervolg van dit hoofdstuk zullen de beschouwde landen één voor één kort nader worden bekeken.

De Verenigde Staten

De externe positie van dit land wordt in hoofdstuk 5 (de casus van de zwarte materie) uitvoerig besproken. Op deze plaats volstaan daarom enkele beknopte observaties.

Hoewel de openheid van de VS in termen van externe activa en passiva de afgelopen decennia scherp is gestegen, is het land nog altijd relatief gesloten. Dit neemt niet weg dat de absolute omvang van de externe activa en passiva van dit land groter is dan die van welk ander land ter wereld dan ook. Ook in termen van buitenlandse handel is de VS nogal altijd relatief gesloten. Desondanks is het land nog altijd na Duitsland de tweede exporteur ter wereld, al zal deze positie op niet al te lange termijn door China worden overgenomen [Boonstra et.al. (2006)]. De VS is wel op afstand 's werelds grootste importeur. De jaarlijkse invoer bedraagt bijna tweemaal zoveel als de uitvoer. De hieruit resulterende handelstekorten hebben geleid tot forse tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. In de hier beschouwde periode bedroegen deze cumulatief bijna \$ 5.250 miljard. De externe vermogenspositie van het land is in de jaren 1980 – 2005 omgeslagen van een netto actiefpositie naar een forse netto schuldpositie. Wel heeft de verslechtering van de externe vermogenspositie zich in een veel trager tempo voltrokken dan op grond van de cumulatieve tekorten mocht worden verwacht. Met name sinds 2001, juist in de jaren waarin de tekorten op de lopende rekening ongekende proporties aannamen, is de externe vermogenspositie van de VS niet noemenswaardig meer verslechterd. Daarbij heeft het land in de hier beschouwde jaren ook nog eens een jaarlijks overschot op de inkomensrekening van de betalingsbalans gehad, wat op grond van de externe schuldpo-

sitie niet zou worden verwacht. Deze verschijnselen worden in hoofdstuk 5 uitvoerig besproken. Op deze plaats volstaat de constatering dat een en ander goed kan worden verklaard uit een nadere analyse van de samenstelling van de externe activa en passiva van het land.

Tabel 4.5: samenstelling internationale activa en passiva VS (%)

VS: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	32	41	60
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	29	32	32
<i>beleggingen in aandelen</i>	3	9	28
laag rendement / laag risico	70	60	41
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	6	6	9
<i>overig</i>	41	46	30
<i>officiële reserves</i>	23	8	2
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	30	32	38
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	18	22	21
<i>beleggingen in aandelen</i>	12	10	17
laag rendement / laag risico	70	68	62
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	25	28	34
<i>overig</i>	45	40	28

Zoals uit tabel 4.5 kan worden afgelezen concentreren de externe activa van de VS zich in vergelijking met de externe passiva vooral bij de categorieën met een relatief hoog rendement en hoog risico. Daarbij is de nadruk op deze categorieën de laatste jaren ook nog eens fors gestegen, waardoor in 2005 de omvang van de directe investeringen en de aandelenbeleggingen circa anderhalf keer zo groot waren als die van de categorieën met een laag rendement en laag risico. Ook aan de passiefzijde is het aandeel van hoog renderende categorieën wat opgelopen, maar veel minder dan bij de activa. De externe passiva van de VS bestaan nog steeds voor het grootste deel uit schuldpapier en de post 'overig'. Het aandeel van schuldpapier, vooral bestaande uit obligaties, is zelfs fors gestegen. Dit weerspiegelt het feit dat buitenlandse partijen, m.n. centrale banken, massaal Amerikaanse Treasuries opkopen. Dit gebeurt, zoals nader uiteengezet in hoofdstuk 5, voor een belangrijk deel uit hoofde van het wisselkoersbeleid van enkele Aziatische landen, waaronder China en Japan.

Tabel 4.6: samenvattingstabel V.S.
(bedragen in US\$ miljard)

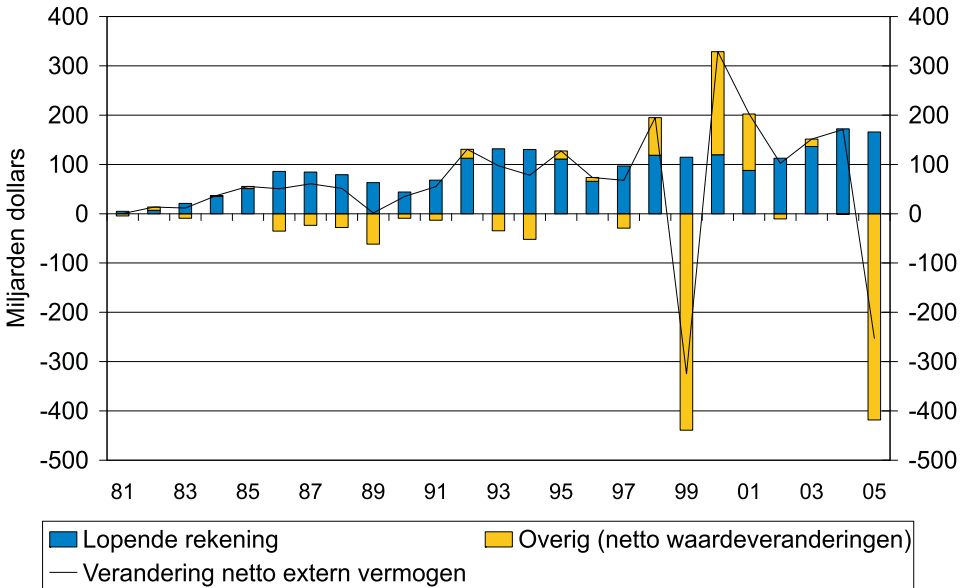
Samenvattingstabel	Stand		Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)		stand 2005
	Eind 1980	Eind 2005			stromen	stand 2005	
Totaal							
Activa	755	11079	10324				
Passiva	390	13625	13236				
Netto	366	-2546	-2912		2411	-46%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	-5289			-83%
Vermogensoverdrachtenrekening				-34			
Directe investeringen							
Activa	215	3524	3309	1977	1332	67%	38%
Passiva	83	2797	2714	2100	614	29%	22%
Netto	132	727	595	-122	717	-587%	99%
Aandelen							
Activa	19	3086	3068	1208	1859	154%	60%
Passiva	65	2303	2238	867	1371	158%	60%
Netto	-46	784	829	341	488	143%	62%
Schuld papier							
Activa	44	988	944	579	365	63%	37%
Passiva	0	4698	4698	4847	-149	-3%	-3%
Netto	44	-3711	-3754	-4268	514	-12%	-14%
Overig							
Activa	306	3293	2987	2631	355	14%	11%
Passiva	242	3827	3585	3676	-92	-2%	-2%
Netto	64	-534	-598	-1045	447	-43%	-84%
Reserves							
Activa	171	188	17	18	-1	-8%	-1%
Passiva			0	0	0		
Netto	171	188	17	18	-1	-8%	-1%
p.m. cumulatieve E&O				246			

Uit tabel 4.6 valt op te maken dat de positieve vermogenseffecten breed worden gedragen. Alle categorieën dragen er in positieve zin aan bij. Dit wordt in hoofdstuk 5 nader geanalyseerd. Tot slot valt de stabilisatie van de externe schuldpositie van de VS sedert 2001 verregaand samen met de geleidelijke koersdaling van de dollar ten opzichte van de meeste andere belangrijke valuta's. Hierdoor hebben de Amerikanen, wier externe passiva goeddeels in dollars luiden, maar wier externe activa veelal in de valuta's van andere landen luiden, de laatste jaren per saldo ook nog eens een forse valutawinst op hun buitenlandse bezittingen gerealiseerd.

Japan

De Japanse lopende rekening van de betalingsbalans heeft, met uitzondering van het jaar 1980, in ieder jaar van de onderzochte periode een overschot vertoond. Het cumulatieve overschot over de periode 1980 – 2005 bedraagt bijna \$ 2.220 miljard. De externe vermogenspositie verbeterde in dit tijd vak met \$ 1.519 miljard. Het verschil kan worden verklaard uit een cumulatief tekort op de vermogensoverdrachten rekening van \$ 80,5 miljard en een cumulatief vermogensverlies van \$ 619 miljard.

Grafiek 4.2: ontwikkeling van de Japanse netto externe vermogenspositie (1981 – 2005)



Grafiek 4.2 geeft de ontwikkeling van de Japanse netto externe vermogenspositie weer. Uit de grafiek (doorgetrokken lijn) blijkt dat deze in de periode onder beschouwing vrijwel voortdurend is verbeterd, ondanks het feit dat Japan in vrijwel alle jaren een vermogensverlies heeft geleden. Dit was echter in het algemeen veel kleiner dan het overschot op de lopende rekening. De uitzonderingen op deze regels zijn de jaren 1999 en 2005.

Aan het einde van de jaren '80 van de vorige eeuw verschenen reeds verhalen over de grote verliezen die de Japanners op hun buitenlandse beleggingen realiseerden. Toch kan worden geconstateerd dat dit indertijd wel meeviel. Ook blijkt uit onderzoek dat Japanse investeerders in de VS in het algemeen tot de meer succesvolle ondernemers behoren [Boonstra (1992),(2003-b)].

Tabel 4.7: samenstelling internationale activa en passiva Japan (%)

Japan: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	12	11	19
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	12	11	9
<i>beleggingen in aandelen</i>	0	0	10
laag rendement / laag risico	87	89	82
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	13	32	40
<i>overig</i>	58	53	22
<i>officiële reserves</i>	16	4	20
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	12	7	45
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	2	1	4
<i>beleggingen in aandelen</i>	10	6	41
laag rendement / laag risico	88	93	55
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	19	20	15
<i>overig</i>	69	73	40

Uit tabel 4.7 kan worden afgelezen dat de samenstelling van de Japanse externe activa en passiva in de loop der tijd sterk zijn gewijzigd. Aanvankelijk kenden beide zijden van de internationale vermogensbalans een sterke nadruk op de laag renderende, risicomijdende categorieën. Aan de actiefzijde zijn sinds 1990 de buitenlandse bezittingen die vallen onder de noemer 'hoog rendement / hoog risico' geleidelijk opgelopen. Hun aandeel bedraagt echter nog altijd minder dan 20% van het totaal aan externe activa, duidelijk minder dan gemiddeld (zie tabel 4.4). Aan de passiefzijde heeft zich een veel spectaculairder verandering voltrokken. Daar is het aandeel van de categorie 'hoog rendement / hoog risico' na een aanvankelijke daling tot 7% vanaf 1990 opgelopen naar 45% in 2005, met name als gevolg van de snelle stijging van de categorie 'beleggingen in aandelen'. Op grond hiervan mag worden verwacht dat het door Japan geleden netto vermogensverlies niet zozeer wordt verklaard door verliezen op activa, als wel door ontwikkelingen aan de passiefzijde van de balans.

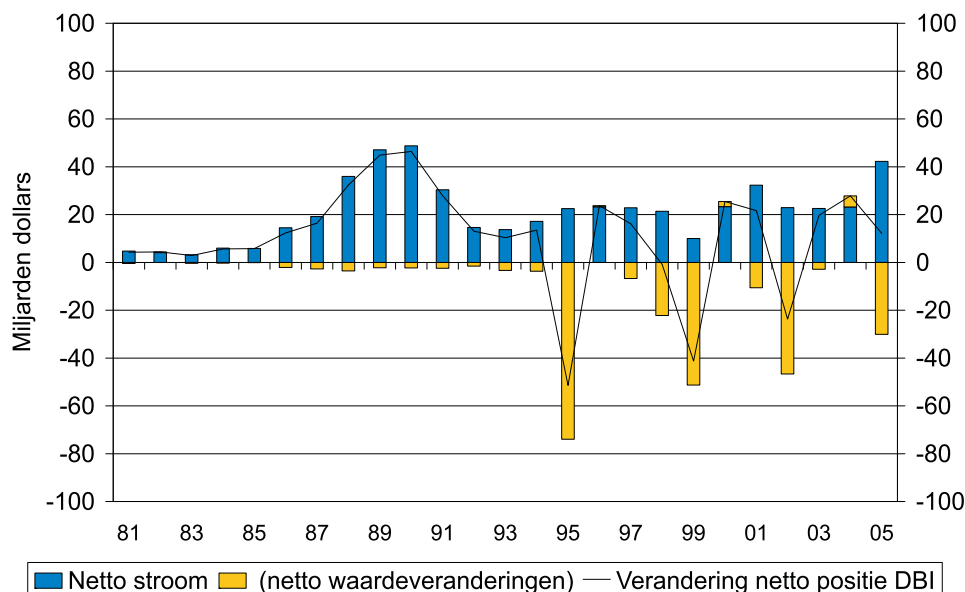
Tabel 4.8: samenvattingstabel Japan
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Japan	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1980	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	160	4291	4131				
Passiva	147	2759	2612				
Netto	13	1532	1519		-619	-28%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	2219			-41%
Vermogensoverdrachtenrekening				-81			
Directe investeringen							
Activa	20	387	367	600	-233	-39%	-60%
Passiva	3	101	98	68	29	43%	29%
Netto	16	286	269	531	-262	-49%	-92%
Aandelen							
Activa	0	409	409	279	130	47%	32%
Passiva	14	1126	1112	661	451	68%	40%
Netto	-14	-717	-703	-383	-321	84%	45%
Schuld papier							
Activa	21	1706	1685	1876	-191	-10%	-11%
Passiva	28	416	388	692	-304	-44%	-73%
Netto	-7	1290	1297	1184	113	10%	9%
Overig							
Activa	93	920	827	-48	876	n.a.	95%
Passiva	101	1083	981	-20	1001	n.a.	92%
Netto	-8	-162	-154	-29	-125	434%	77%
Reserves							
Activa	26	843	817	772	45	6%	5%
Passiva			0	0	0		
Netto	26	843	817	772	45	6%	5%
p.m. cumulatieve E&O				-33			

In tabel 4.8 staat een en ander samengevat. Uit de tabel kan worden afgelezen dat de geleden netto vermogensverliezen van in totaal \$ 619 miljard zijn geconcentreerd bij de posten 'directe buitenlandse investeringen' (netto \$ 262 miljard) en 'aandelen' (netto \$ 321 miljard). Uit de tabel komt ook een netto verlies van \$ 125 miljard naar voren bij de post 'overig'. Deze post kan evenwel niet nader worden geanalyseerd om dat de Japanse betalingsbalans bij deze post tot aan het jaar 1995 gaten vertoont. De financiële stromen zijn daardoor onvolledig, waardoor zowel bij de activa als bij de passiva de vermogenseffecten zwaar worden overschat.

Het netto verlies bij de post directe investeringen kan voor het overgrote deel worden verklaard uit verliezen op de buitenlandse activa. Hier speelt natuurlijk, net als bij overigens alle activa, dat de Japanse yen in de beschouwde periode per saldo aanzienlijk is geapprecieerd, waardoor Japanse beleggers en investeerders valutaverliezen in het buitenland hebben geleden.

Grafiek 4.3: de ontwikkeling van de Japanse bruto directe buitenlandse investeringen (1981 – 2005)

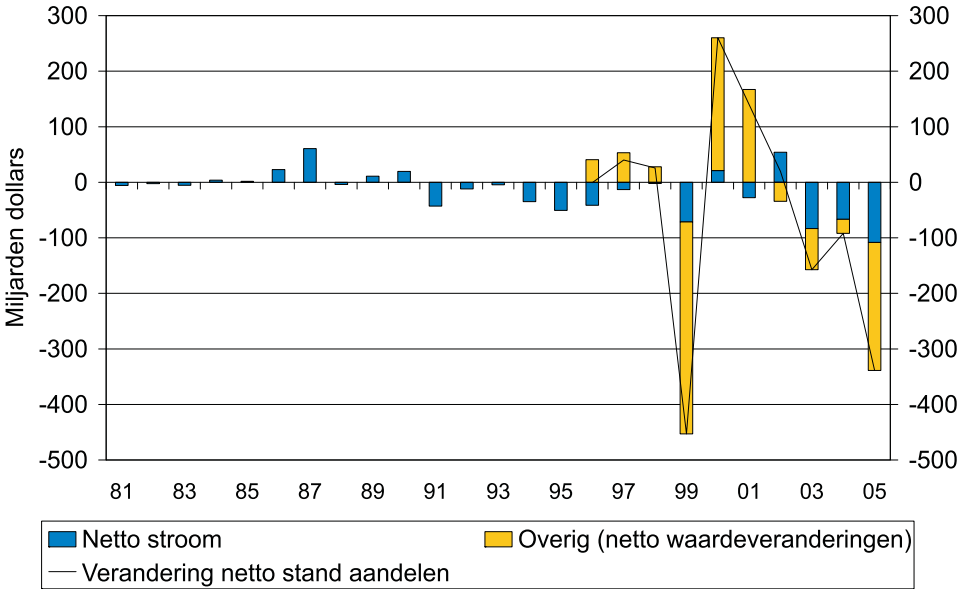


Toch komt het valuta effect bij deze categorie niet goed naar voren. De door Japanse investeerders in het buitenland geleden vermogensverliezen zijn geconcentreerd in een beperkt aantal jaren (zie grafiek 4.3). Deze verliezen correleren niet met jaren waarin de yen fors apprecieerde ten opzichte van andere valuta's. Verder zouden de gevolgen van een beweging van de yen tegenover de dollar niet bij de externe activa, maar bij de externe passiva zichtbaar worden. De analyse luidt immers in Amerikaanse dollars.

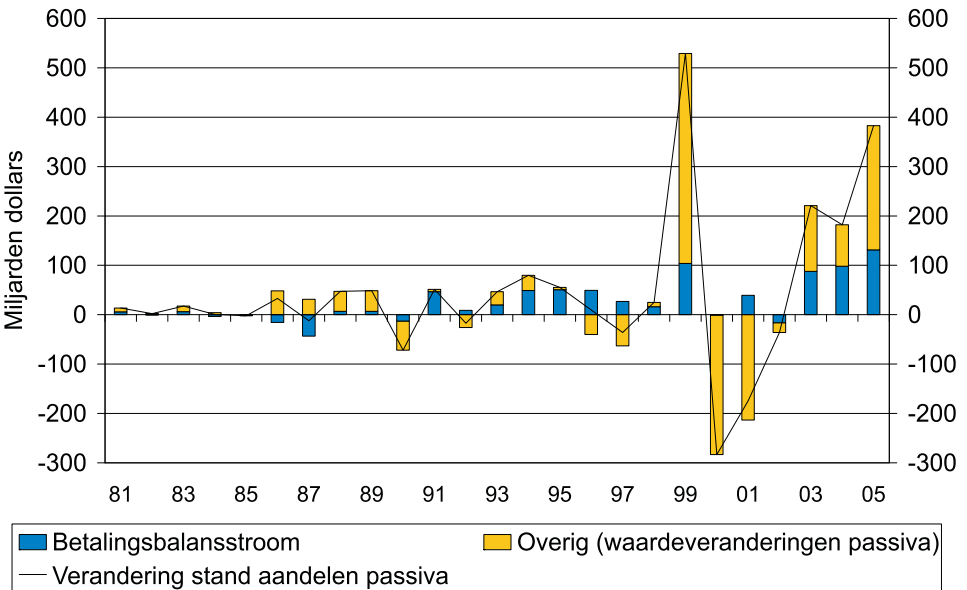
Het duidt er dus op dat Japanse bedrijven in deze jaren fors hebben moeten afschrijven op hun buitenlandse investeringen. Om dit nader in kaart te brengen zou op individueel bedrijfsniveau moeten worden gezocht naar de relevante cases. Dit gaat het kader van deze analyse echter te buiten.

De vermogensverliezen bij de post 'aandelen' vallen, zoals op grond van de samenstelling van de activa en passiva mocht worden verwacht, geheel terug te voeren op ontwikkelingen bij de externe passiva. Dit blijkt uit grafieken 4.4 en 4.5, waaruit blijkt dat buitenlandse beleggers in een beperkt aantal jaren zeer forse vermogenswinsten op hun beleggingen in Japanse aandelen wisten te realiseren. Het IFS geeft tot 1996 geen data over de stand van de Japanse activa in de categorie aandelen. Daarom gaat de categorie 'overig' in grafiek 4.4 niet verder terug dan dat jaar. Zowel de verslechtering van de Japanse netto externe positie in aandelen van 1999 en 2005 als de netto verbetering in 2000 en 2001 correleren met forse uitslagen aan de passiefzijde.

Grafiek 4.4: Japanse netto vermogensmutaties op de externe activa en passiva in aandelen (1981 – 2005)

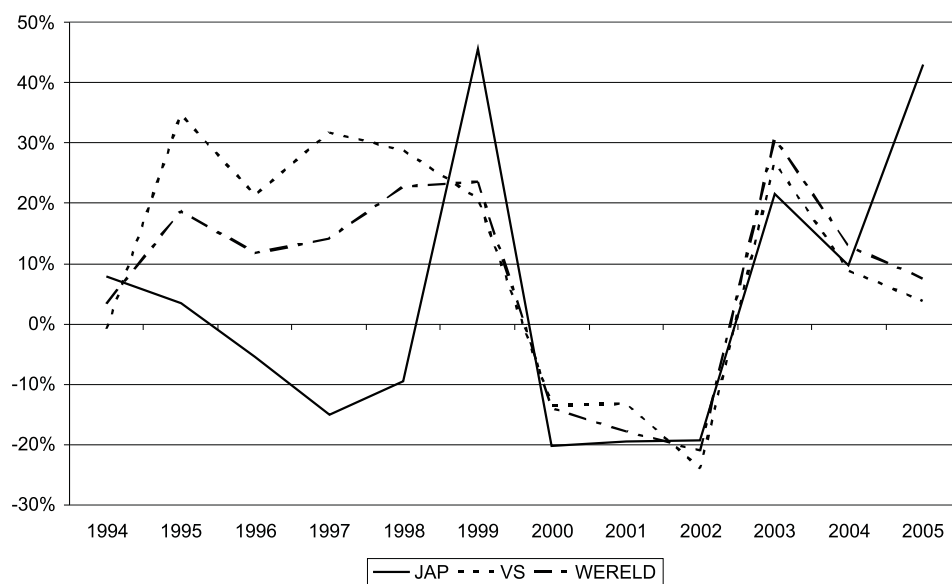


Grafiek 4.5: de ontwikkeling van de buitenlandse bruto beleggingen in Japanse aandelen (1981 – 2005)



Zoals uit grafiek 4.6 kan worden afgelezen ontwikkelde de Japanse beurs zich in 1999 en 2005 aanmerkelijk gunstiger dan de Amerikaanse beurs en de MSCI-Wereldindex. Het Japanse netto vermogensverlies in deze jaren was dus een klassiek voorbeeld van een combinatie van een samenstellingseffect (relatief groot gewicht in externe passiva voor aandelen) en een prestatie-effect (Japanse beurs presteerde veel beter dan de aandelenbeurzen in de rest van de wereld). In 1999 was daarbij een forse bijdrage van een valuta-effect. Dat jaar apprecieerde de Japanse yen met 20% (nominaal effectieve wisselkoers), terwijl de dollar handelsgewogen niet van zijn plaats kwam. Dit leidde in dollars gemeten tot een forse waardestijging van de Japanse externe passiva. In 2005 boekte Japan daarentegen valutawinst, doordat de yen weggleed tegenover andere valuta's terwijl en met name de dollar aan kracht won tegenover de andere belangrijke valuta's. Dit drukte, in dollars gemeten, de waarde van de Japanse externe passiva.

Grafiek 4.6: ontwikkeling beurskoersen Japan, VS en wereldindex (1994 – 2005)



De verbeteringen in 2000 en 2001 kunnen voor het jaar 2000 nog enigszins worden verklaard uit een relatief achterblijven van de Japanse beurs ten opzichte van de wereldindex. Verder speelde hier dankzij het grote gewicht van aandelen in de Japanse externe passiva het samenstellingseffect een rol. Belangrijk is ook dat deze jaren werden gekenmerkt door een relatief sterke Amerikaanse dollar en een tamelijk zwakke yen. Daardoor daalde, gemeten in dollars, de waarde van de Japanse passiva en verbeterde de netto externe vermogenspositie van het land uit hoofde van het valuta-effect.

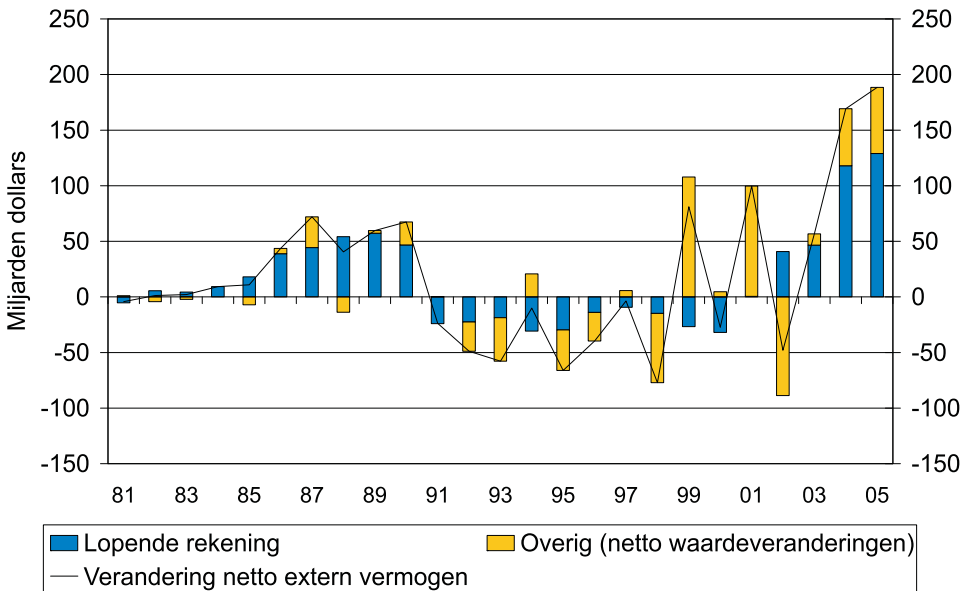
Samenvattend kan worden gesteld dat het aanzienlijke Japanse vermogensverlies op 's lands internationale vermogenspositie vooral het gevolg is van forse koerswinsten

die buitenlandse aandelenbeleggers in Japan wisten te behalen, vooral in 1999 en 2005. Voorts moest Japan enkele malen forse verliezen op buitenlandse directe investeringen incasseren. Al met al was sprake van een combinatie van het samenstellingseffect en het prestatie-effect. Tot slot was sprake van een trendmatig valutaverlies dat de waarde van Japanse externe activa ondermijnde.

Duitsland

De betalingsbalans van Duitsland vertoonde traditioneel een overschot op zowel handelsbalans als lopende rekening van de betalingsbalans. Als gevolg hiervan kende het land ook een geleidelijk verbeterende externe vermogenspositie. In 1990, het jaar van de Duitse eenwording, sloeg de lopende rekening van de betalingsbalans om in een fors tekort, een situatie die aanhield tot rond de eeuwwisseling. Vanaf 2002 vertoont de betalingsbalans van Duitsland weer een fors overschot in het lopende verkeer.

Grafiek 4.7: ontwikkeling van de Duitse netto externe vermogenspositie (1981 – 2005)



Tot aan de Duitse eenwording liep de ontwikkeling van de externe vermogenspositie grosso modo gelijk op met het lopende overschot. In de jaren '90 heeft Duitsland behoorlijk ingeteerd op zijn externe vermogenspositie. Dit kwam niet alleen door de tekorten in het lopende verkeer, maar ook doordat het land in die periode in de meeste jaren vermogensverliezen moest incasseren. Sedert het einde van de jaren '90 zijn de vermogenswinsten en -verliezen omvangrijk en volatiel (grafiek 4.7).

Tabel 4.9.: samenstelling internationale activa en passiva Duitsland (%)

Duitsland: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	14	16	33
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	12	12	17
<i>beleggingen in aandelen</i>	2	4	16
laag rendement / laag risico	86	84	67
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	6	13	22
<i>overig</i>	64	65	43
<i>officiële reserves</i>	16	6	2
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	16	21	26
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	11	10	15
<i>beleggingen in aandelen</i>	5	11	11
laag rendement / laag risico	84	79	73
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	12	17	39
<i>overig</i>	72	62	34

Wat betreft de samenstelling van de externe activa en passiva is ook bij Duitsland in de loop der tijd een verschuiving opgetreden naar een hoger aandeel van de meer risicovolle en potentieel hoger renderende categorieën. Deze verschuiving is bij de activa iets geprononcerder dan bij de passiva. Toch kent de Duitse externe positie zowel aan de actief- als aan de passiefzijde een relatief groot aandeel van de posten 'overig' en 'schuldpapier'. Alleen met het aandeel van de beleggingen in aandelen scoort Duitsland aan de actiefzijde precies gemiddeld.

Tabel 4.10 vat de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van Duitsland samen. Uit deze tabel valt op te maken dat de netto vermogenswinst van Duitsland in het tijdvak 1980 – 2005 vooral neerslaat bij de post 'overig'.

Hier wordt voorts gewezen op het feit dat de cumulatieve statistische verschillen met een totaal van \$ 169 miljard omvangrijker zijn dan de berekende vermogenswinst. Zouden de statistische verschillen aan het lopende verkeer worden toegerekend, dan zou het cumulatieve overschot in het lopende verkeer veel hoger uitvallen en zou sprake zijn van een gering vermogensverlies.

De kans is in het geval van Duitsland echter groot dat de statistische verschillen betrekking hebben op het financiële verkeer. Zeker de omvangrijke statistische verschillen die aan het einde van de jaren '80 en het begin van de jaren '90 werden geregistreerd zouden kunnen samenhangen met de indertijd kortstondig ingevoerde bronbelasting. Die leidde tot een stevige kapitaalvlucht naar landen met een vriendelijker fiscaal klimaat, zoals Luxemburg [Boonstra & De Jong (1989), Boonstra (1991)]. Op de betalingsbalans blijkt dit uit relatief forse, negatieve statistische verschillen en het stilvallen van de opbouw van buitenlandse passiva. Vanaf 1990 keren buiten-

landse kapitaalstromen terug. Overigens is het waarschijnlijk, maar niet aan te tonen, dat een relatief fors deel van de Duitse externe passiva samenhangen met door Duitse beleggers om fiscale redenen in het buitenland aangehouden beleggingsportefeuilles.

Tabel 4.10: samenvattingstabel Duitsland
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Duitsland	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1980	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	257	4800	4543				
Passiva	224	4272	4047				
Netto	33	528	495		128	33%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	385			26%
Vermogensoverdrachtenrekening				-18			
Directe investeringen							
Activa	31	801	770	699	71	10%	9%
Passiva	25	660	635	488	147	30%	22%
Netto	6	141	135	211	-76	-36%	-54%
Aandelen							
Activa	5	790	784	573	212	37%	27%
Passiva	10	475	465	250	215	86%	45%
Netto	-5	314	319	322	-3	-1%	-1%
Schuldpapier							
Activa	15	1059	1044	956	87	9%	8%
Passiva	27	1681	1653	1525	128	8%	8%
Netto	-12	-622	-610	-569	-41	7%	7%
Overig							
Activa	165	2048	1884	1716	168	10%	8%
Passiva	161	1455	1294	1244	50	4%	3%
Netto	3	594	590	472	118	25%	20%
Reserves							
Activa	41	102	61	14	47	338%	46%
Passiva			0	0	0		
Netto	41	102	61	14	47	338%	46%
p.m. cumulatieve E&O				169			

Gezien de samenstelling van de post 'overig' (goeddeels interbancair verkeer en handelskrediet) is het niet echt logisch dat deze post grote uitlagen laat zien. Wel zou hier het valuta-effect een rol kunnen spelen, maar dan is het niet logisch dat Duitsland, een land met een per saldo sterke munt, valutawinst zou boeken. Het is dan ook waarschijnlijk, zeker gezien turbulentie rond de tijdelijke invoering van een bronbelasting aan het begin van de jaren '90, dat een deel van de statistische verschillen aan de stromen bij de post 'overig' moet worden toegerekend. Daarbij krijgt dan het vermogenseffect het teken dat op grond van de valutaire ontwikkelingen mag worden verwacht.

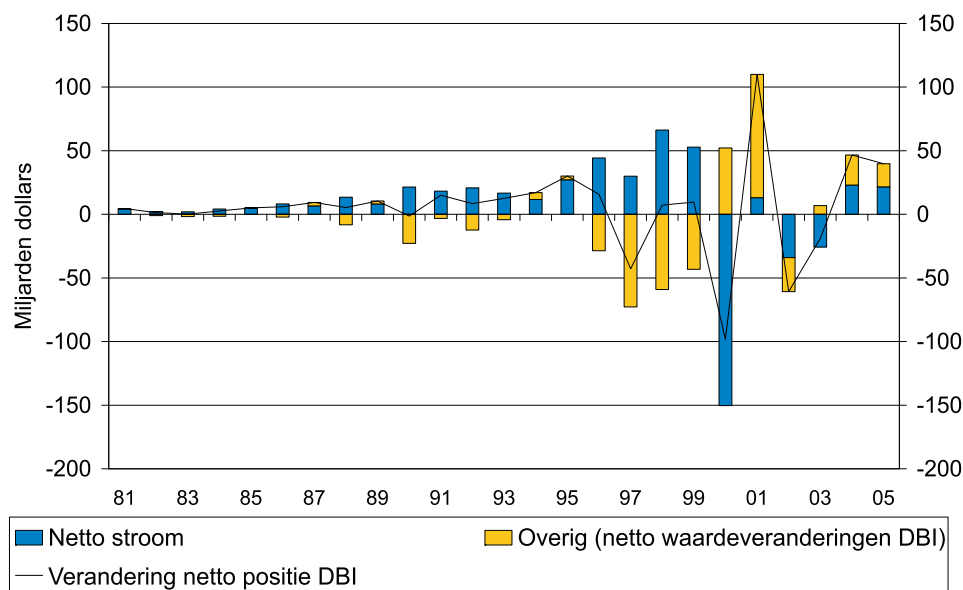
Overigens is het waarschijnlijk dat in de aanloop naar de invoering van de euro de valutaire samenstelling van zowel activa als passiva een relatief sterke oriëntatie op Europese valuta's zal hebben gekend. De Duitse mark speelde, als spil van het wisselkoersarrangement van het Europese Monetaire Stelsel immers een sleutelrol in de Europese valutahandel. Het zou dus kunnen zijn dat bij het interbancaire verkeer zowel activa als passiva qua valutaire samenstelling een stevige nadruk op Duitse

marken kende. Dit betekent dat een zwakkere dollar, gerekend in Amerikaanse dollars, zowel bij activa als passiva tot 'koerswinst' leidde.

Bij de directe investeringen komt uit de berekening naar voren dat Duitsland per saldo een negatief resultaat boekte. Dit werd vrijwel volledig behaald in de jaren 1996 – 1999, waarna in de jaren 2000 en 2001 een fors herstel optrad. De grotere volatiliteit bij de directe investeringen in deze jaren kan mede worden verklaard doordat het bij grensoverschrijdende investeringen steeds meer gaat om het overnemen van bestaande, beursgenoteerde bedrijven en dat het aandeel van zogeheten 'greenfields' afneemt. Daardoor wordt ook de beursontwikkeling steeds belangrijker als verklarende factor voor de waardeontwikkeling van directe investeringen.

Met name in de telecomsector was rond de eeuwwisseling sprake van grote grensoverschrijdende investeringsactiviteit, inclusief de in die dagen doorgevoerde veilingen van UMTS-frequenties. Dit verklaart de scherpe instroom van buitenlands kapitaal in Duitsland in 2000.

Grafiek 4.8: de ontwikkeling van de Duitse netto directe investeringspositie (1981 – 2005)



De netto vermogensverliezen in de jaren 1996 – 1999 kunnen voor de eerste twee jaren worden verklaard uit waardeinstijging aan de passiefzijde, terwijl in de jaren 1998 en 1999 sprake was van verliezen op Duitse directe investeringen in het buitenland. De duidelijke verbeteringen in 2000 en 2001 vallen geheel terug te voeren op een forse daling van de waarde van de Duitse passiva, de waarde van de buitenlandse directe investeringen in Duitsland. In die twee jaren verdampte voor een totaal van circa \$ 100 miljard aan passiva. Naast de koersval in de telecomsector in die jaren speelt hier ook de koers van de euro tegenover de dollar een rol. Doordat de dollar in

die jaren opliep tegenover de euro nam, gemeten in dollars, de waarde van de Duitse passiva af. Dit effect speelde uiteraard bij alle passiva in die periode een rol.

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat de berekende Duitse vermogenswinsten in dezelfde orde van grootte liggen als de cumulatieve statistische verschillen. Ook blijken de grootste vermogenswinsten bij de post 'overig' te liggen, hetgeen gezien de samenstelling van deze post niet logisch is. De verklaring ligt waarschijnlijk bij de statistische verschillen, die voor een deel aan de betalingsbalansstromen bij deze post moeten worden toegerekend.

Wel kunnen bij de netto verliezen bij de directe investeringen goed worden verklaard. Bij de posten schuld papier en aandelenbeleggingen komen weinig opvallende zaken naar voren. Bij het schuld papier is per saldo sprake van een netto vermogensverlies. Gezien de convergentie van rentestanden in de aanloop naar de EMU zou men vanuit Duitsland bezien hier een positief prestatie-effect verwachten, maar doordat aan de passiefzijde het aandeel schuld papier aanmerkelijk groter is dan aan de actiefzijde doet het samenstellingseffect dit teniet. Bij het aandelenverkeer is een licht positief resultaat. Hier is sprake van een positief samenstellingseffect.

Frankrijk

De analyse van de externe vermogenspositie van Frankrijk beslaat noodgedwongen een aanmerkelijk korter tijdvak dan bij de andere landen. Het IMF rapporteert namelijk pas vanaf 1989 data inzake de internationale activa en passiva van Frankrijk.

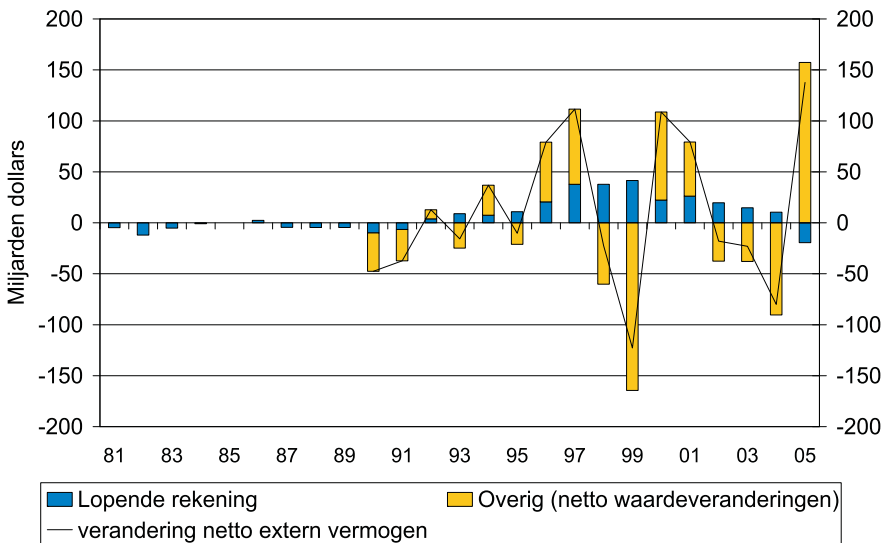
Tabel 4.11: samenstelling internationale activa en passiva Frankrijk (%)

Frankrijk: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	0	20	43
<i>directe buitenlandse investeringen</i>		15	32
<i>beleggingen in aandelen</i>		5	11
laag rendement / laag risico	0	80	57
<i>beleggingen in schuld papier</i>		6	27
<i>overig</i>		65	29
<i>officiële reserves</i>		9	1
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	0	18	36
<i>directe buitenlandse investeringen</i>		11	21
<i>beleggingen in aandelen</i>		7	15
laag rendement / laag risico	0	81	64
<i>beleggingen in schuld papier</i>		21	29
<i>overig</i>		60	35

De nadruk bij de samenstelling van de externe activa en passiva lag in 1990 sterk op de categorie laag rendement/laag risico. Ofschoon nadien het belang van directe investeringen en aandelenbeleggingen duidelijk is opgelopen, ligt het zwaartepunt nog steeds bij de minder risicovolle activiteiten. Daarbinnen is het gewicht wel verschoven van de post 'overig' (fors in belang gedaald aan zowel de actief als de passiefzijde) naar beleggingen in schuldpapier.

Hoewel uit de samenvattingstabel (4.12) kan worden opgemaakt dat de aldaar berekende netto vermogensmutaties per saldo weinig omvangrijk zijn, blijkt uit grafiek 4.9 dat zij vanaf de tweede helft van de jaren '90 van jaar tot jaar het saldo op de lopende rekening overtreffen. De relatieve omvang van de Franse bruto posities is ook groot in vergelijking tot de andere grote economieën, met uitzondering van het VK.

Grafiek 4.9: ontwikkeling van de Franse netto externe vermogenspositie (1981 - 2005)



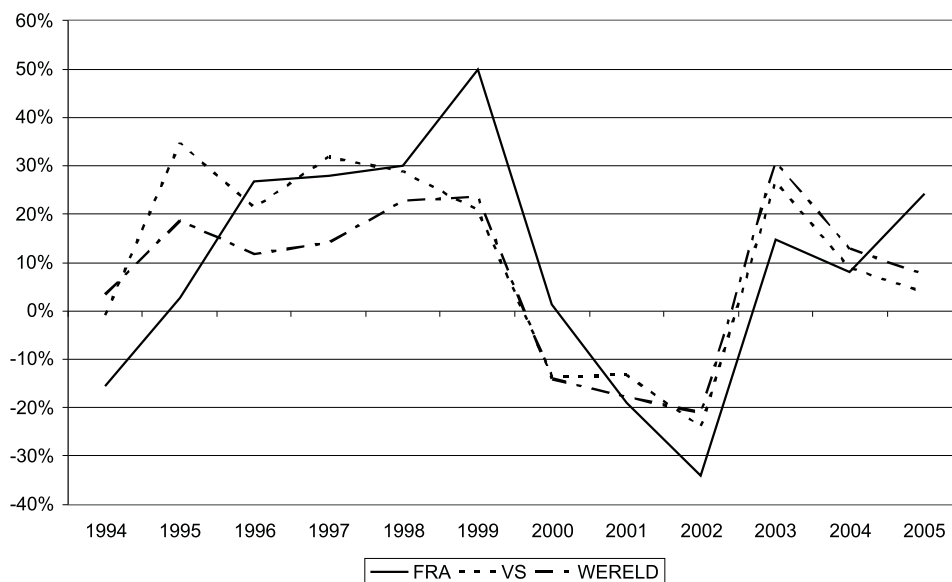
Zoals kan worden afgelezen uit tabel 4.12 is het cumulatieve overschot op de lopende rekening plus dat op de vermogensoverdrachtenrekening circa \$ 30 miljard groter dan de verandering in de netto vermogenspositie. Als per categorie de netto vermogenswinsten en -verliezen worden berekend, dan blijkt dat hier toch verhoudingsgewijs forse mutaties naar voren komen. Tegenover netto winsten bij de posten directe investeringen en overig staan netto verliezen bij de posten schuldpapier en aandelen. Verder kent Frankrijk statistische verschillen met een positief teken.

Tabel 4.12: samenvattingstabel Frankrijk
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Frankrijk	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1989	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1990-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	587	4982	4395				
Passiva	562	4768	4206				
Netto	26	215	189		-31	-14%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	226			-16%
vermogensoverdrachtenrekening				-7			
Directe investeringen							
Activa	75	1572	1497	938	559	60%	36%
Passiva	61	1007	946	530	416	78%	41%
Netto	15	565	550	408	143	35%	25%
Aandelen							
Activa	45	526	481	293	188	64%	36%
Passiva	50	691	640	311	329	106%	48%
Netto	-5	-165	-160	-19	-141	761%	86%
Schuldpapier							
Activa	28	1340	1312	1086	226	21%	17%
Passiva	103	1394	1291	937	354	38%	25%
Netto	-75	-53	21	149	-127	-86%	238%
Overig							
Activa	380	1259	880	691	189	27%	15%
Passiva	348	1409	1062	968	94	10%	7%
Netto	32	-150	-182	-276	94	-34%	-63%
Reserves							
Activa	59	74	16	6	10	173%	13%
Passiva			0	0	0		
Netto	59	74	16	6	10	173%	13%
p.m. cumulatieve E&O				30,2			

De hevige schommelingen in de netto vermogenspositie van Frankrijk deden zich vooral voor in de periode 1996 – 2002 en 2004 – 2005. Een belangrijke oorzaak kan worden gevonden bij de post beleggingen in aandelen. In de jaren 1996 – 2001 presteerde de Franse beurs aanmerkelijk beter dan de wereldindex (grafiek 4.10). Daardoor overtroffen de koerswinsten die buitenlanders behaalden op hun beleggingen in Franse aandelen verre de door Fransen in het buitenland behaalde koerswinsten. Dit prestatie effect in de categorie aandelen werd nog eens versterkt doordat het aandeel van aandelenbeleggingen in de externe passiva van Frankrijk enigszins hoger ligt dan dat in de externe activa (samenstellingseffect). In 2005 was verder sprake van een forse afname van de passiva in de categorie directe investeringen.

Grafiek 4.10: de Franse aandelenbeurs in internationaal perspectief (1994 – 2005)



Ook bij de post beleggingen in schuld papier zijn de uitslagen fors, met name tegen het einde van de beschouwde periode. Overigens zijn ook de betalingsbalans stromen in deze categorie sedert de eeuwwisseling fors gestegen. Daarbij valt bij beschouwing van de bruto mutaties op dat de hevige uitslagen zich gelijktijdig zowel aan de actief- als aan de passiefzijde voordoen. De periode van grote vermogenswinsten bij zowel activa als passiva (2002 – 2004) valt samen met een periode van een sterke dollardepreciatie, terwijl 2005, het jaar waarin de dollar zich weer wat herstelde, aan actief- en passiefzijde verliezen liet zien. Dit patroon kan overigens ook worden teruggevonden bij de post ‘overig’. De conclusie dringt zich dan ook op dat deze uitslagen vooral kunnen worden teruggevoerd op de koersschommelingen van de dollar en het feit dat onze analyse plaatsvindt in dollars. Blijkbaar luidt een groot deel van de Franse externe activa en passiva niet in dollars maar naar alle waarschijnlijkheid in euro. Dat er per saldo in de categorie schuld papier een vermogensverlies uitkomt kan worden teruggevoerd dat Frankrijk een netto passiefpositie in schuld papier heeft (samenstellingseffect).

Samenvattend kan worden gesteld dat de ontwikkeling van de Franse netto externe positie per saldo niet spectaculair afwijkt van hetgeen op grond van de betalingsbalansstromen mocht worden verwacht. Wel is van jaar tot jaar sprake van grote uitslagen in de waardeveranderingen. De grootste uitslagen kunnen worden gevonden bij de post beleggingen in aandelen, waar Frankrijk relatief forse netto vermogensverliezen moest incasseren in de jaren waarin de Franse beurs duidelijk beter presteerde dan de wereldindex. Dit prestatie-effect werd versterkt door een samenstellingseffect: aandelenbeleggingen zijn aan de passiefzijde beter vertegenwoordigd dan aan de actiefzijde.

Verenigd Koninkrijk

Het VK is van de grotere economieën op afstand het meest verweven met de rest van de wereld. Zowel de externe activa als passiva benaderen de grens van de 400% van het BBP. Hiermee benadert de openheid van het VK het Nederlandse niveau en overstijgt het ruimschoots die van Finland.

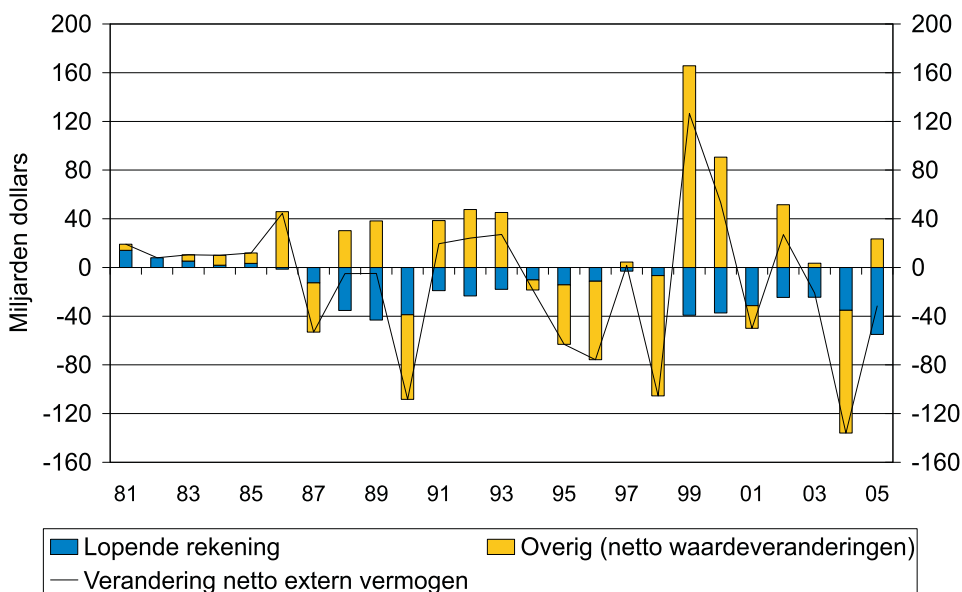
Hoewel de Britse externe activa en passiva de afgelopen decennia beide scherp zijn opgelopen, wordt het land al van oudsher gekenmerkt door een relatief hoge mate van openheid. Dit is een erfenis van het oude British Empire, maar het weerspiegelt ook het huidige belang van Londen als internationaal financieel centrum.

Tabel 4.13: samenstelling internationale activa en passiva VK (%)

VK: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	20	25	28
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	14	14	15
<i>beleggingen in aandelen</i>	6	11	13
laag rendement / laag risico	80	75	72
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	2	12	15
<i>overig</i>	72	61	56
<i>officiële reserves</i>	6	2	1
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	14	19	22
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	12	13	10
<i>beleggingen in aandelen</i>	2	6	12
laag rendement / laag risico	85	80	78
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	3	14	16
<i>overig</i>	82	66	62

Zowel aan de actief- als aan de passiefzijde van de Britse externe balans overheersen de laag rendement / laag risicocategorieën. Toch is ook sprake van grote posities in directe investeringen en aandelenbeleggingen. Bij deze percentages past, wellicht ten overvloede, nog de opmerking dat de bruto externe positie van het VK die van andere grote landen overtreft met een factor twee tot vier. De gevoeligheid van de Britse economie voor wisselkoersschommelingen en andere vermogensschokken is in beginsel dan ook veel groter dan die van de andere grote landen. Dit wordt ook geïllustreerd door grafiek 4.11, waarin het verloop van de Britse externe positie is onderverdeeld in veranderingen ten gevolge van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans en de waardeveranderingen.

Grafiek 4.11: ontwikkeling van de Britse netto externe vermogenspositie (1981 – 2005)



Allereerst kan worden afgelezen dat het VK een structureel tekort op de lopende rekening heeft. Dat wordt overigens voor een klein deel gecompenseerd door een overschot op de vermogensoverdrachtenrekening. Uit de grafiek blijkt dat van jaar tot jaar de netto waardeveranderingen grote uitslagen laten zien. Uit de grafiek blijkt echter ook dat, anders bij bijvoorbeeld de VS of Nederland, de uitslagen elkaar in de loop van de tijd, althans in de hier beschouwde periode, verregaand opheffen.

Dit blijkt ook uit de samenvattingstabel. Daaruit kan worden afgelezen dat in het tijdvak 1981 – 2005 de externe vermogenspositie met \$ 290 miljard is verslechterd. Dit bedrag is het verschil tussen enerzijds een cumulatief tekort op de lopende rekening (na correctie voor het overschot op de vermogensoverdrachtenrekening) van \$ 427 miljard en anderzijds een netto vermogenswinst op de externe vermogenspositie van \$ 137 miljard. Hoewel niet onaanzienlijk, ligt dit laatste bedrag in dezelfde orde van grootte van de cumulatieve statistische verschillen. Verder valt bij beschouwing van de samenvattingstabel op dat de berekende vermogens-effecten bij elkaar optellen tot min of meer nul. Dat zou een indicatie kunnen zijn dat de statistische verschillen inderdaad voor een niet onaanzienlijk deel aan het lopende verkeer moeten worden toegerekend. Overigens wordt de Britse betalingsbalansstatistieken gekenmerkt door een zekere onnauwkeurigheid. Dit hangt samen met het als gevolg van het belangrijke financiële centrum Londen zeer omvangrijke financiële verkeer van het land.

Tabel 4.14: samenvattingstabel Verenigd Koninkrijk
(bedragen in US\$ miljard)

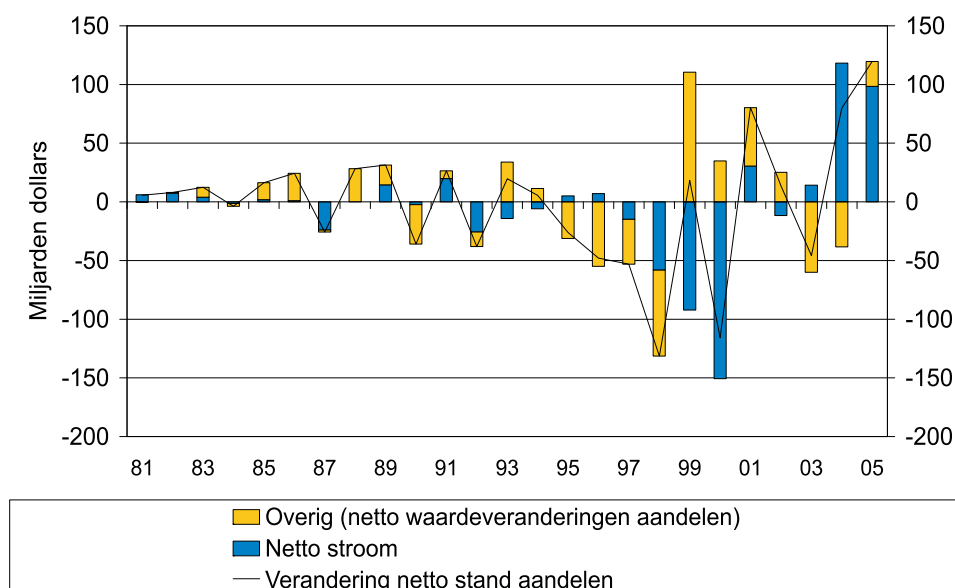
Samenvattingstabel VK	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1980	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	551	8433	7882				
Passiva	508	8679	8172				
Netto	43	-247	-290		137	-30%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	-452			-47%
Vermogensoverdrachtenrekening				25			
Directe investeringen							
Activa	79	1296	1217	1367	-151	-11%	-12%
Passiva	63	863	800	947	-147	-16%	-17%
Netto	16	433	417	420	-3	-1%	-1%
Aandelen							
Activa	32	1068	1036	479	558	117%	52%
Passiva	11	1082	1071	551	519	94%	48%
Netto	21	-14	-34	-73	38	-53%	-277%
Schuldpapier							
Activa	14	1298	1284	1094	190	17%	15%
Passiva	17	1382	1366	1130	236	21%	17%
Netto	-3	-84	-81	-36	-46	128%	54%
Overig							
Activa	394	5745	5350	4160	1190	29%	21%
Passiva	417	5352	4935	4784	151	3%	3%
Netto	-22	393	415	-624	1039	-166%	265%
Reserves							
Activa	32	43	11	12	0	-1%	0%
Passiva			0	0	0		
Netto	32	43	11	12	0	-1%	0%
p.m. cumulatieve E&O				104			

Als de externe vermogenspositie van het VK nader wordt bekeken, dan mag worden verwacht dat het land zeker gevoelig zal zijn voor schommelingen in de aandelenkoersen. Dit loopt voor het grootste deel via de passiefzijde van de balans. Het aandeel van de aandelenbeleggingen in de passiva is ongeveer even groot als dat aan de actiefzijde. Daar komt bij dat de externe passiva van het VK de externe activa ruimschoots overtreffen. Het land heeft immers een structurele debetpositie. Op grond hiervan mag worden verwacht dat alleen al als gevolg van het samenstellingseffect een netto vermogensverlies op de aandelenbeleggingen zal worden geboekt. Zelfs in jaren waarin de Britse beurs licht achterblijft bij de wereldindex maar nog wel in de plus zit zal dit effect al kunnen optreden. Het zal zeker optreden als de Britse beurs gelijk opgaat met het buitenland en het zal scherp zichtbaar moeten zijn in de jaren waarin de Britse beurs beter presteert dan de wereldindex. In jaren waarin de beurzen dalen mag worden verwacht dat de Britse externe positie bij de post aandelenbeleggingen scherp zal verbeteren.

Uit de samenvattingstabel blijkt echter dat bij de post beleggingen in aandelen geen netto vermogensverlies is geleden, maar juist een bescheiden winst is geboekt, zij het dat dit met netto \$ 38 miljard over de gehele periode relatief beperkt is.

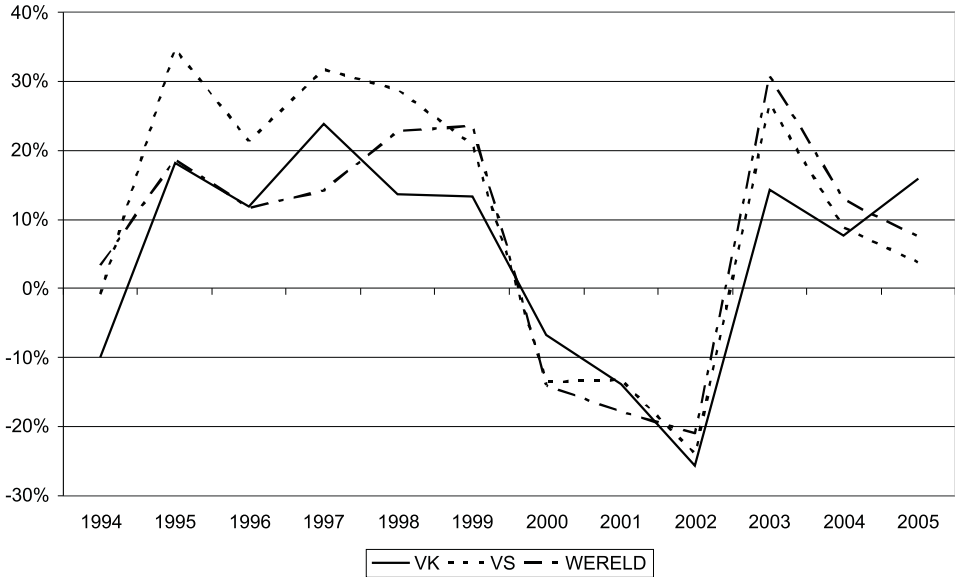
Zoals uit grafiek 4.12 kan worden afgelezen, hebben de Britten in de meeste jaren van de hier beschouwde periode inderdaad vrij forse en structurele netto verliezen bij de post aandelenbeleggingen gerealiseerd. Dit bedrag is zoals mocht worden verwacht ontstaan doordat buitenlandse vermogenswinst op de Britse passiva die op de externe activa hebben overtroffen. In de jaren rond de eeuwwisseling, om precies te zijn in 1999 tot en met 2002, was dit beeld echter spectaculair anders. Toen werd in vier jaar tijd een netto vermogenswinst op de internationale aandelenportefeuille geboekt van meer dan \$ 200 miljard dollar. Daardoor was over de gehele periode beschouwd toch sprake van een bescheiden netto winst.

Grafiek 4.12: netto vermogensmutaties op de Britse externe aandelenportefeuille (1981 – 2005)



Dit kan goeddeels worden verklaard uit het verloop van de aandelenkoersen in de periode. In 1999 bleef de stijging van de Britse beurskoersen zo ver achter bij die van andere landen dat het negatieve prestatie-effect het samenstellingseffect overtrof. In de jaren 2000 tot en met 2002 daalden de beurskoersen wereldwijd. In deze jaren overtroffen de vermogensverliezen van buitenlandse aandelenbeleggers op hun Britse aandelen de verliezen van Britse beleggers in het buitenland. Daardoor boekte het land in de periode 2000 – 2002 een zeer forse netto vermogenswinst op de internationale aandelenportefeuille. Voor de duidelijkheid: deze ‘winst’ ontstond volledig doordat buitenlandse verliezen in het VK groter waren dan Britse verliezen in het buitenland. Sinds de beurzen hun opgaande pad weer hebben gevonden ontstond weer het voor het VK normale patroon van een jaarlijks vermogensverlies bij de post aandelen.

Grafiek 4.13: de Britse aandelenbeurs in internationaal perspectief (1994 – 2005)



Overigens hebben de Britten ook een netto vermogensverlies geboekt op de internationale obligatieportefeuille. Daarbij is het beeld door de gehele periode tamelijk gelijkmatig. Alleen in het jaar 1984 was sprake van een forse negatieve netto mutatie. Die wordt naar alle waarschijnlijkheid veroorzaakt door een herclassificatie vanuit de post 'overig'. Bij de passiva vond in 1984 een forse daling van de post overig plaats, onder een gelijktijdige sprong in de post obligaties.

Het wisselkoerseffect heeft, aangezien het Pond Sterling gemiddeld handelsgewogen per saldo is gedeprecieerd, over de gehele periode geschouwd gemiddeld licht in het voordeel van de Britten gewerkt. Overigens zijn daarbij jaren met aanzienlijke uitslagen.

Bij alle categorieën zal dit valuta-effect per saldo zijn opgetreden. Net als de VS geldt ook voor de Britten dat zij met name in Sterling een stevige netto debetpositie hebben, terwijl hun externe activa een stevige nadruk op buitenlandse valuta kennen. Daarbij is het aandeel van de euro de afgelopen jaren duidelijk opgelopen, waardoor het inmiddels ruim tweemaal zo groot is als dat van de dollar [Kubelec et al. (2007)].

Italië

Italië heeft een relatief gesloten economie. Tot aan 1990 behoorden de Italiaanse externe activa en passiva als percentage van het BBP tot de laagste van de hier besproken landen. Sindsdien zijn zowel activa als passiva sterk opgelopen. Daarbij valt het op dat de Italianen zich hebben ontpopt tot substantiële aandelenbeleggers. Opvallend detail is dat de opbouw van de Italiaanse buitenlandse beleggingen in aandelen zich voor het overgrote deel pas vanaf 1998 heeft voltrokken.

Tabel 4.15: samenstelling internationale activa en passiva Italië (%)

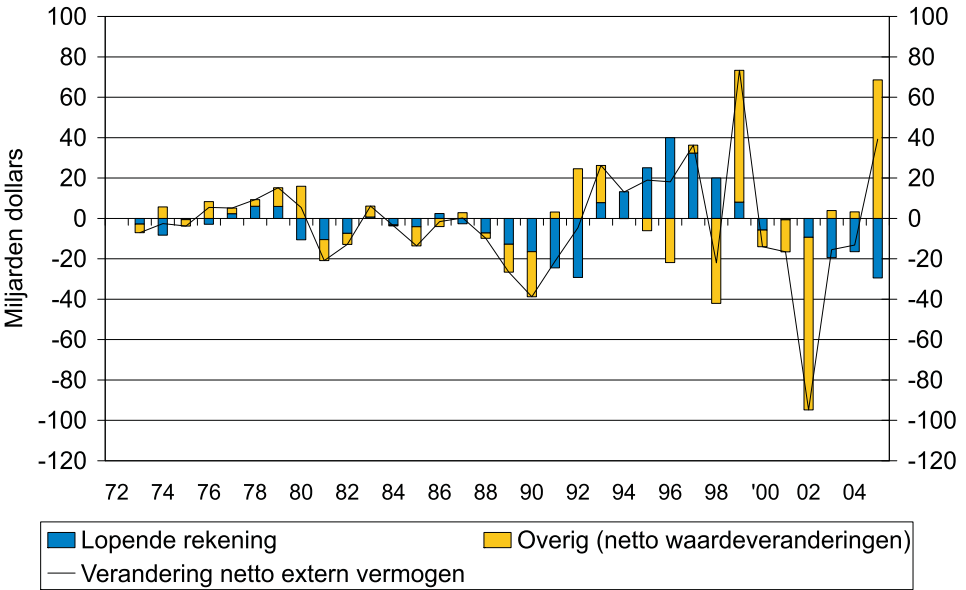
Italië: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	7	19	37
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	5	15	15
<i>beleggingen in aandelen</i>	2	4	22
laag rendement / laag risico	93	80	62
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	2	12	29
<i>overig</i>	46	44	30
<i>officiële reserves</i>	45	24	3
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	10	15	15
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	10	13	11
<i>beleggingen in aandelen</i>	0	2	4
laag rendement / laag risico	90	85	85
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	5	9	52
<i>overig</i>	85	76	33

Anderzijds worden Italiaanse aandelen door buitenlandse beleggers niet echt opgezocht. Wel mochten Italiaanse obligaties zich met name in de jaren '90 in een toenevende populariteit verheugen. Dit kan worden verklaard uit de combinatie van relatief hoge Italiaanse rentevoeten aan het begin van de jaren '90 en daarop opgetreden convergentie van rentevoeten zoals die in de aanloop naar de vorming van de EMU is opgetreden. Overigens mogen Italiaanse obligaties zich ook in de EMU nog in een zekere populariteit verheugen. Zij renderen immers nog steeds marginaal hoger dan gemiddeld in de eurozone, zonder de aanwezigheid van wisselkoersrisico (t.o.v. de andere eurolanden).

Op grond van de samenstelling van activa en passiva mag bij de beleggingen in aandelen een positief vermogenseffect worden verwacht (samenstellingseffect via de actiefzijde). Bij de obligaties ligt daarentegen een negatief resultaat in de lijn der verwachtingen op grond van zowel samenstellings- als prestatie effect via de externe passiva.

Uit grafiek 4.14 blijkt dat de ontwikkeling van de Italiaanse externe vermogenspositie pas vanaf het begin van de jaren '90 substantieel begint af te wijken van het verloop van het saldo op de lopende rekening.

Grafiek 4.14: ontwikkeling van de Italiaanse netto externe vermogenspositie (1973 – 2005)



Uit nadere analyse van de cijfers blijkt inderdaad dat sprake is van een grote vermogenswinst op de aandelenbeleggingen in het buitenland. Dit alles heeft zich vrijwel volledig voltrokken in de jaren 1998 – 2005. Met name in 1999 is sprake van een zeer forse koerswinst, die overigens in 2001 weer ten dele teniet werd gedaan. Het naderhand wereldwijd weer opgetreden beursherstel heeft de Italiaanse internationale vermogenspositie gesterkt.

Hier staan substantiële netto vermogensverliezen bij de post beleggingen in schuldpapier en de post overig tegenover. Deze kunnen, met name tegen het einde van de beschouwde periode, deels uit valutaverliezen worden verklaard. De lire was in grote delen van de jaren '80 en het begin van de jaren '90 weliswaar een relatief zwakke munt ten opzichte van de meeste andere Europese valuta's. Dit leidde bij tijd en wijle tot valutawinsten binnen het Europese valutagebied, al waren die effecten gezien de lage stand van de externe activa en passiva relatief gering. De schommelingen van de dollar lopen evenwel ook sterk door deze cijfers. De grootste valutawinsten, uitgedrukt in dollar, werden geboekt in de jaren waarin de dollar sterk was, via de passiefzijde. Grote verliezen, eveneens via de passiefzijde, ontstonden in de jaren waarin de dollar relatief zwak was. In 2002 en 2003 versterkten de valutaverliezen de vermogenswinsten die buitenlandse obligatiebeleggers in Italië wisten te behalen als gevolg van de forse rentedaling in die jaren (samenstellingseffect, schuldpapier omvat inmiddels circa 50% van de totale Italiaanse externe passiva).

De post overig vertoonde in de tijd forse schommelingen, die slechts ten dele kunnen worden verklaard uit het valuta effect. Op de officiële reserves werd per saldo een forse valutawinst geboekt, hetgeen logisch is voor een land met een zwakke munt.

Als alle in de samenvattingstabel per categorie berekende vermogens-effecten worden opgeteld dan resteert per saldo een positief vermogens-effect van meer dan \$ 110 miljard. Dit steekt schril af bij het op grond van de totaalcijfers berekende verlies van \$ 77 miljard (bovenin tabel). In dit kader wijzen wij op de zeer omvangrijke statistische verschillen. Als deze grote post van \$ 130 miljard, die overigens vrijwel geheel is gerealiseerd in de jaren 1995 – 1998 voor een deel zou moeten worden toegerekend aan het lopende verkeer dan wordt het verschil tussen de berekende vermogens-effecten per categorie en het totaalcijfer snel kleiner.

Tabel 4.16: samenvattingstabel Italië
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Italië	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1980	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van	
Totaal							
Activa		136	1921	1786			
Passiva		99	1983	1884			
Netto		37	-61	-98			
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	-49	-77	156%	78%
Vermogensoverdrachtenrekening				28			
Directe investeringen							
Activa	3	293	290	219	71	32%	24%
Passiva	7	224	217	158	59	38%	26%
Netto	-3	69	73	61	12	19%	17%
Aandelen							
Activa	1	416	416	265	151	57%	36%
Passiva	0	81	81	53	28	52%	34%
Netto	1	335	335	212	123	58%	37%
Schuldpapier							
Activa	3	567	564	497	67	14%	12%
Passiva	4	1025	1022	930	92	10%	9%
Netto	-1	-459	-457	-433	-24	6%	5%
Overig							
Activa	40	548	508	553	-45	-8%	-8%
Passiva	33	614	581	572	10	2%	2%
Netto	7	-66	-73	-18	-55	304%	84%
Reserves							
Activa	6	66	60	4	56	1586%	85%
Passiva			0	0	0		
Netto	6	66	60	4	56	1586%	85%
p.m. cumulatieve E&O				-130			

Samenvattend kan worden gesteld dat in Italië de vermogens-effecten positief waren bij de aandelen, wat op grond van het samenstellingseffect mocht worden verwacht. Negatieve vermogensmutaties ontstaan bij de beleggingen in schuldpapier, via de passiefzijde (samenstellingseffect en prestatie effect). Het valuta-effect is aanvankelijk waarschijnlijk per saldo in geringe mate positief geweest. In geringe mate, omdat in de jaren waarin de lire zwak was de externe activa en passiva nog relatief gering waren. Naderhand gingen de gevolgen van de schommelingen in de koers tussen de euro en de dollar overheersen, met valutawinst in 1999 – 2001 en 2005 valutaverlies in 2002 – 2004. Omdat zowel activa als passiva inmiddels fors waren gegroeid, werkten de valuta-effecten in die jaren aanmerkelijk sterker door.

Spanje

Spanje heeft van de hier beschouwde landen één van de meer gesloten economieën. Toch zijn ook bij Spanje de grensoverschrijdende activa en passiva de laatste jaren scherp opgelopen. Deze toename is vanaf 1997 echt in gang gezet en is na 2001 nog eens scherp versneld. Aan de actiefzijde zijn vooral de directe investeringen in het buitenland en de beleggingen in obligaties scherp opgelopen. Ook is post 'overig' in absolute bedragen duidelijk gestegen.

Tabel 4.17: samenstelling internationale activa en passiva Spanje (%)

Spanje: samenstelling activa	1981	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	5	13	37
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	5	12	28
<i>beleggingen in aandelen</i>	0	1	9
laag rendement / laag risico	94	87	62
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	0	3	35
<i>overig</i>	66	43	26
<i>officiële reserves</i>	28	41	1
samenstelling passiva	1981	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	10	45	33
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	9	34	20
<i>beleggingen in aandelen</i>	1	11	13
laag rendement / laag risico	90	56	67
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	0	8	34
<i>overig</i>	90	48	33

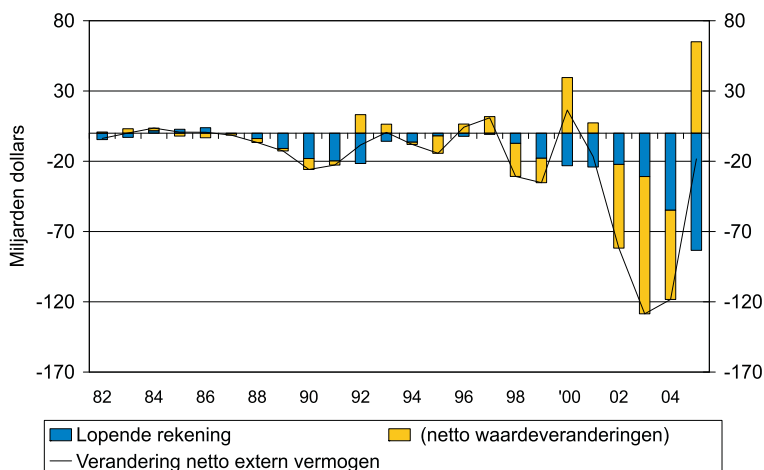
Aan de passiefkant zijn het vooral de beleggingen in schuldpapier en de post 'overig' die aanzienlijk zijn opgelopen. Hoewel het aandeel van de post 'overig' scherp is afgenomen, is ook hier in absolute bedragen sprake van een stevige groei. Dit illustreert de opkomst van de Spaanse banken, die zich in de afgelopen decennia tot belangrijke spelers hebben ontpopt.

Over het grootste deel van de gehele periode beschouwd waren de externe activa en passiva echter zowel absoluut als relatief bescheiden. Daarom mag worden verwacht dat de waardemutaties verhoudingsgewijs gering zullen zijn geweest en dat het saldo op de lopende rekening zeker tot het midden van de jaren '90 de dominante factor is geweest voor de ontwikkeling van de externe netto vermogenspositie.

Uit de grafiek blijkt dat dit ook op hoofdlijnen het geval was. Voor zover er in deze jaren sprake was van zichtbare vermogensmutaties konden die vooral worden toegeschreven aan wisselkoerseffecten, zoals in 1990 toen de peseta scherp aan waarde won tegenover de dollar. In 1992 en 1993 was daarentegen sprake van wisselkoerswinst. Vanaf het midden van de jaren '90 worden de uitslagen heviger, hetgeen mocht

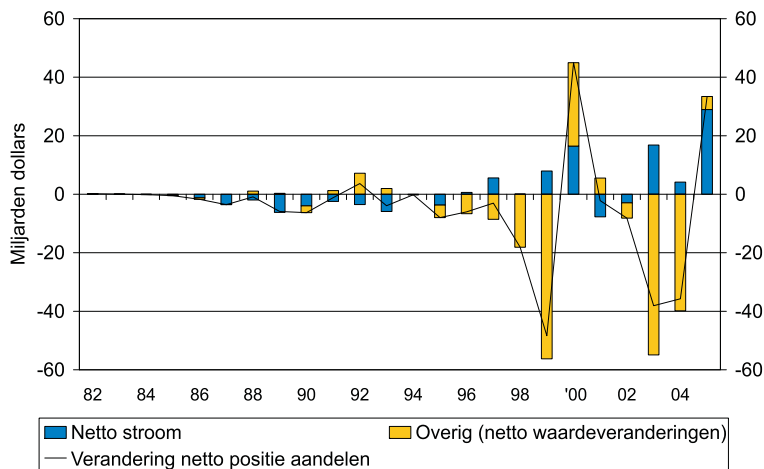
worden verwacht als gevolg van de scherp oplopende bruto standen van zowel de externe activa als passiva. Sedert de invoering van de euro speelt de wisselkoers net als in de andere EMU-lidstaten nog steeds een duidelijke rol, met koerswinsten in de jaren 1999 – 2001, verliezen in de jaren 2002 – 2004 en weer koerswinst in 2005.

Grafiek 4.15: ontwikkeling van de Spaanse netto externe vermogenspositie (1982 – 2005)



Als wordt gekeken naar de ontwikkeling per categorie, dan valt vooral de ontwikkeling bij de post aandelenbeleggingen op. Deze uitslagen, zoals weergegeven in de volgende grafiek, zijn vooral via de passiefzijde ontstaan.

Grafiek 4.16: de netto veranderingen in het Spaanse netto externe aandelenbezit (1982 – 2005)



In de jaren waarin de beurzen zich wereldwijd gunstig ontwikkelen lijden de Spanjaarden per saldo verlies op hun netto aandelenbeleggingen. Gezien het feit dat het aandeel van aandelenbeleggingen in de externe passiva aanmerkelijk groter is dan aan de actief zijde (en de passiva in absolute zin groter zijn dan de activa) mocht dit ook worden verwacht.

Tabel 4.18: samenvattingstabel Spanje
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Spanje	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6) (7)	
	Stand Eind 1981	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1982-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van	
						stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	42	1313	1271				
Passiva	59	1826	1767				
Netto	-17	-513	-496		-236	66%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	-354			47%
Vermogensoverdrachtenrekening				94			
Directe investeringen							
Activa	2	373	371	368	3	1%	1%
Passiva	5	371	366	331	35	11%	10%
Netto	-3	1	4	37	-33	-88%	-2203%
Aandelen							
Activa	0	123	123	122	1	1%	1%
Passiva	0	233	232	85	148	175%	64%
Netto	0	-110	-110	37	-147	-395%	134%
Schuldpapier							
Activa	0	458	458	389	69	18%	15%
Passiva	0	626	626	589	37	6%	6%
Netto	0	-168	-168	-200	32	-16%	-19%
Overig							
Activa	28	342	314	351	-37	-10%	-11%
Passiva	53	595	542	525	17	3%	3%
Netto	-25	-253	-228	-174	-54	31%	21%
Reserves							
Activa	12	17	5	-6	11	-186%	65%
Passiva			0	0	0		
Netto	12	17	5	-6	11	-186%	65%
p.m. cumulatieve E&O				-30			

Met de post beleggingen in aandelen is het leeuwendeel van het Spaanse netto vermogensverlies verklaard. Het verlies bij de post 'overig' is vrijwel geheel geconcentreerd in de jaren 2002 – 2004 en kan deels uit het valuta-effect worden verklaard.

Concluderend kan worden gesteld dat het grootste deel van het door Spanje geboekte vermogensverlies heeft plaatsgevonden in de periode 1995 – 2005. Het verlies kan vooral worden teruggevoerd op de ontwikkelingen van de aandelenkoersen, via de passiefzijde van de externe balans. Daarnaast heeft in de jaren 1999 – 2005 net als bij de andere EMU-landen de wisselkoers van de euro tegenover de dollar een belangrijke rol gespeeld.

Canada

Canada is van de hier beschouwde landen degene met de minst open economie. De internationale activa van het land als percentage van het BBP zijn het laagst van alle landen, terwijl het aan de passiva zijde ook tot de minst ontsloten landen behoort.

De Canadese internationale vermogenspositie wordt gekenmerkt door een relatief zwaar accent op directe investeringen, zowel aan de actief als aan de passiefzijde. De post 'overig' heeft van alle landen het geringste aandeel.

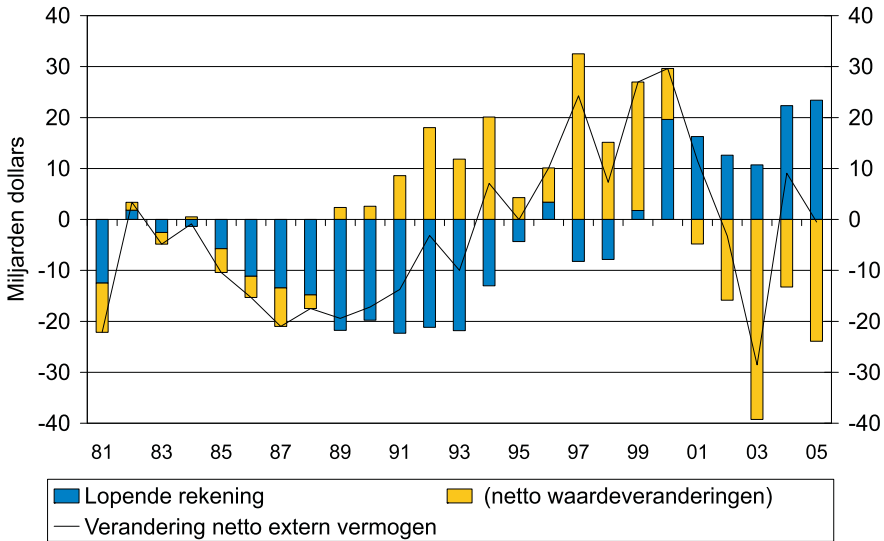
Tabel 4.19: samenstelling internationale activa en passiva Canada (%)

Canada: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	34	48	64
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	26	37	46
<i>beleggingen in aandelen</i>	8	11	18
laag rendement / laag risico	66	51	36
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	1	4	9
<i>overig</i>	61	39	23
<i>officiële reserves</i>	4	8	4
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	35	29	44
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	29	25	34
<i>beleggingen in aandelen</i>	6	4	10
laag rendement / laag risico	65	71	57
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	28	42	35
<i>overig</i>	37	29	22

De lopende rekening van de Canadese betalingsbalans vertoonde in de jaren '80 van de vorige eeuw aanzienlijke tekorten. In het midden van de jaren '90 sloeg de lopende rekening om naar een overschotpositie. Tegen het einde van de beschouwde periode boekte het land een overschot in het lopende verkeer van meer dan \$ 20 miljard.

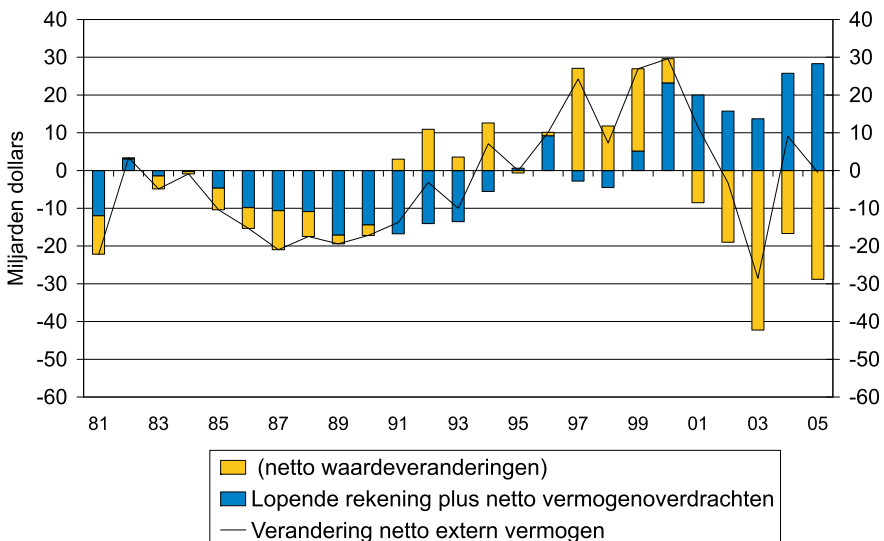
Een opmerkelijk gegeven van de Canadese betalingsbalans is dat het land jaarlijkse forse overschotten op de vermogensoverdrachtenrekening realiseert. De reden voor het Canadese overschot is gelegen in het feit dat Canada een belangrijk immigratieland is. Het vermogen van immigranten wordt als creditpost geboekt op de vermogensoverdrachtenrekening. Voor zover zij vermogen in het buitenland, zoals hun land van herkomst, achterlaten, wordt dit weer als een uitstroom (opbouw extern vermogen) op de financiële rekening geboekt. Het fenomeen van overschotten op de vermogensoverdrachtenrekening komt ook voor bij andere immigratielanden, zoals het VK, of landen die bijvoorbeeld steun uit Europese fondsen ontvangen. Het overschot op de Canadese vermogensoverdrachtenrekening is echter zo groot dat het over de gehele periode 1980 – 2005 cumulatief het tekort op de lopende rekening opheft.

Grafiek 4.17: ontwikkeling van de Canadese netto externe vermogenspositie (1981 – 2005)



Onderstaande grafiek geeft dezelfde informatie als bovenstaande grafiek 4.17 waarbij ditmaal het saldo op de lopende rekening en dat van de vermogensoverdrachtenrekening bij elkaar zijn opgeteld. Het beeld verschuift, de tekorten in de jaren '80 zijn kleiner en de latere overschotten aanmerkelijk forser van omvang.

Grafiek 4.18: ontwikkeling van de Canadese netto externe vermogenspositie inclusief vermogensoverdrachten (1981 – 2005)



Ondanks het lichte gezamenlijke cumulatieve overschot op de lopende rekening plus vermogensoverdrachten is de Canadese internationale vermogenspositie in de periode 1980 – 2005 per saldo verslechterd met bijna \$ 60 miljard. Zoals uit in de samenvattingtabel gepresenteerde berekening naar voren komt ligt de oorzaak van deze verslechtering bij de categorieën aandelenbeleggingen, beleggingen in schuldpapier en de categorie overig. Met name dit laatste is verrassend, gegeven de zowel absoluut als relatief geringe omvang van deze post.

Bij nadere analyse van de achterliggende data blijkt dat ook bij de post directe investeringen van jaar tot jaar sprake is van hevige uitslagen, maar dat deze elkaar in de loop van de hier beschouwde periode per saldo opheffen. Canada moest, berekend in US dollars, in 1998, 2000 en 2001 tamelijk forse valutaverliezen accepteren als gevolg van een tegenover de Canadese valuta relatief sterke Amerikaanse dollar. In 1999 en in de jaren 2003 – 2005 was daarentegen juist sprake van een zwakke Amerikaanse dollar. Dit zal, in deze munt gemeten, in die jaren in een snellere groei van de Canadese passiva tot uiting zijn gekomen.

Bij de aandelenbeleggingen moesten Canadese beleggers aanzienlijke verliezen in het buitenland incasseren in de jaren 2000 en 2001, jaren waarin de aandelenkoersen wereldwijd onderuit gingen. Hoewel de Canadese beurs in 2000 nog steeds een positief resultaat kende, ging ook de waarde van de in Canada aangehouden buitenlandse aandelen onderuit. Waarschijnlijk heeft ook hier het valutaresultaat het koersresultaat overschaduwd.

De verliezen bij de post overig zijn geconcentreerd in één jaar: 2002. In dat jaar moest Canada hier gelijktijdig een verlies op zijn activa incasseren terwijl gelijktijdig de passiva in waarde stegen. Een mogelijke verklaring, zij het een volstrekt speculatieve, is dat hier een aanzienlijk verschil in valutaire samenstelling tussen activa en passiva een rol van betekenis kan hebben gespeeld. Het jaar 2002 was het jaar waarin de Amerikaanse dollar begon aan zijn glijvlucht tegenover de euro. De Canadese dollar verloor in 2002 aanvankelijk nog enig terrein tegenover de Amerikaanse dollar en begon pas vanaf 2003 duidelijk te appreciëren ten opzichte van de Amerikaanse valuta. Het kan echter ook zijn dat het een statistische onnauwkeurigheid betreft.

Tabel: 4.20: samenvattingstabel Canada
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Canada	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1980	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	92	863	770				
Passiva	185	1014	829				
Netto	-92	-151	-59		-65	72%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	-90			111%
Vermogensoverdrachtenrekening				96			
Directe investeringen							
Activa	24	393	369	377	-8	-2%	-2%
Passiva	54	342	288	290	-2	-1%	-1%
Netto	-30	51	81	87	-6	-7%	-12%
Aandelen							
Activa	7	155	148	201	-53	-27%	-34%
Passiva	11	97	86	120	-34	-28%	-35%
Netto	-4	58	62	82	-19	-24%	-33%
Schuldpapier							
Activa	1	79	79	80	-1	-2%	-2%
Passiva	51	350	299	284	15	5%	4%
Netto	-50	-271	-221	-204	-16	8%	6%
Overig							
Activa	57	203	146	157	-11	-7%	-5%
Passiva	68	224	156	149	7	5%	3%
Netto	-12	-22	-10	8	-18	-223%	83%
Reserves							
Activa	4	33	29	19	10	53%	30%
Passiva			0	0	0		
Netto	4	33	29	19	10	53%	30%
p.m. cumulatieve E&O				-15			

Samenvattend kan worden gesteld dat de ontwikkeling van de Canadese externe vermogenspositie weinig spectaculair is geweest. Dit is, gegeven de geringe omvang van de externe activa en passiva weinig verrassend. Het valuta-effect is in de meeste jaren dominant geweest, met uitzondering van de jaren 2000 en 2001 waarin aanzienlijke verliezen op de buitenlandse aandelenportefeuille moesten worden geïncasseerd.

Zwitserland

Zwitserland is van oudsher één van de meest open economieën ter wereld. Het land vervult een draaischijffunctie voor internationaal kapitaal. Er zijn meerdere zeer grote banken aanwezig, daarnaast zijn tal van kleinere, maar internationaal gerichte banken in het land actief. Zwitserland heeft van oudsher de reputatie een vrijhaven te zijn voor buitenlands kapitaal, waarbij de strikt gehandhaafde neutraliteit van het land een extra garantie vormt dat buitenlandse autoriteiten niet of nauwelijks achter het Zwitserse vermogen van hun eigen ingezetenen kunnen komen.

Zwitserse banken profiteren sterk van deze rol, die hun internationaal niet altijd in dank wordt afgenomen. Legio zijn de verhalen van buitenlandse dictators die hun privé miljarden veilig in Zwitserland hebben gestald, terwijl hun land evenzoveel miljarden schuld aan het buitenland heeft. Af en toe komt iets naar buiten, zoals toen de

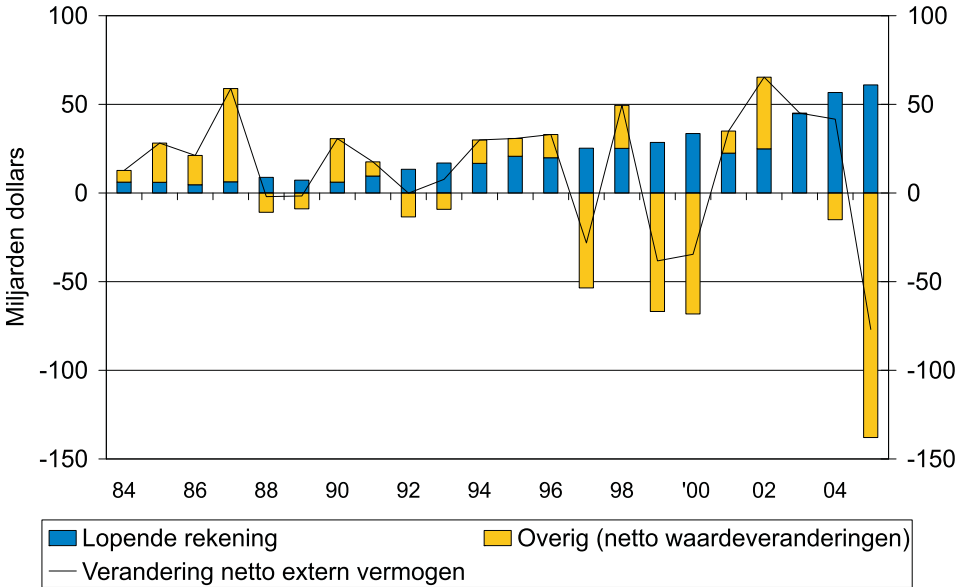
Amerikaanse autoriteiten er met forse politieke druk in slaagden het in Zwitserland gestalde vermogen van de voormalige Filipijnse dictator Marcos te achterhalen.

Tabel 4.21: samenstelling internationale activa en passiva Zwitserland (%)

Zwitserland: samenstelling activa	1983	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	18	19	39
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	11	12	21
<i>beleggingen in aandelen</i>	7	7	18
laag rendement / laag risico	82	81	61
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	24	26	18
<i>overig</i>	47	48	40
<i>officiële reserves</i>	11	7	3
samenstelling passiva	1983	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	30	33	45
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	8	10	12
<i>beleggingen in aandelen</i>	22	23	33
laag rendement / laag risico	70	67	55
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	2	4	4
<i>overig</i>	68	63	51

In termen van bruto buitenlandse passiva en activa als percentage van het BBP heeft Zwitserland van de hier beschouwde landen de meest open economie. Reeds aan het begin van de jaren '80 overtroffen zowel externe activa als passiva het niveau van 100% van het BBP. Aan het einde van 2005 overtroffen beide de grens van 500% BBP. Het land heeft een zeer forse netto actief positie. De betalingsbalans is sterk, met een structureel en fors overschot in het lopende verkeer. Dit wordt niet alleen veroorzaakt door de bancaire diensten en de kapitaalinkomsten, maar ook omdat Zwitserland een sterke industrie heeft.

Grafiek 4.19: ontwikkeling van Zwitserse netto externe vermogenspositie (1984 – 2005)



Uit de grafiek kan worden afgelezen dat het land rond de eeuwwisseling en in 2005 met forse netto vermogensverliezen in geconfronteerd. Overigens moeten deze zeer forse bedragen wel worden gezien tegen de achtergrond van de eerder gemelde zeer omvangrijke bruto standen. Een verschil van 1% tussen het rendement op externe activa en passiva heeft een effect gelijk aan 5% van het BBP. Zo beschouwd is het Zwitserse beeld nog verrassend rustig.

Over de gehele periode heeft Zwitserland een stevig vermogensverlies geleden. Het opmerkelijke is echter dat dit gehele verlies is geconcentreerd in één jaar, te weten 2005. In een eerdere analyse, die liep tot eind 2003, kwam nog naar voren dat Zwitserland bovenop de overschotten in het lopende verkeer ook nog eens een positieve vermogenswinst wist te realiseren [Boonstra (2003-c)].

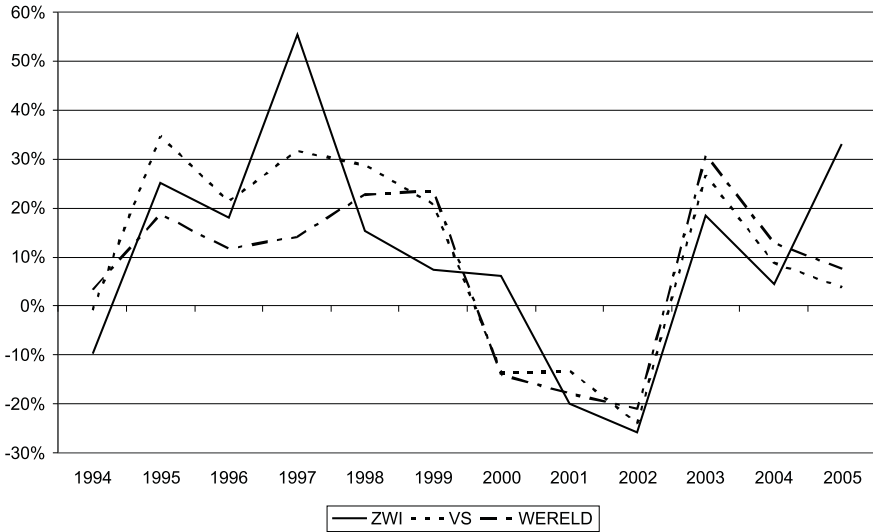
Het omvangrijke verlies in 2005 kan worden teruggevonden in de categorieën schuldpapier en vooral aandelen. Bij de directe investeringen is sprake van een zeer omvangrijk positief resultaat van netto \$ 59 miljard. Hoewel op grond van valutabewegingen (bijna 50% van de Zwitserse externe activa in deze categorie luidt in dollars) hier een positief resultaat mag worden verwacht, is dit bedrag dermate groot dat de kans groot lijkt dat het hier een statistische aberratie betreft. Het valuta-effect speelt vanzelfsprekend ook een rol bij de andere posten.

Tabel 4.22: samenvattingstabel Zwitserland
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Zwitserland	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1983	Stand Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1984-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	178	2013	1834				
Passiva	109	1617	1509				
Netto	70	395	325		-132	-28%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	465			-40%
Vermogensoverdrachtenrekening				-8			
Directe investeringen							
Activa	19	427	408	218	190	87%	44%
Passiva	8	192	183	117	66	56%	34%
Netto	11	235	224	100	124	123%	53%
Aandelen							
Activa	12	357	345	159	186	117%	52%
Passiva	24	536	512	89	423	474%	79%
Netto	-12	-179	-168	70	-237	-340%	132%
Schuld papier							
Activa	42	372	330	303	26	9%	7%
Passiva	2	69	66	36	31	86%	45%
Netto	40	303	263	267	-4	-2%	-1%
Overig							
Activa	85	799	715	620	94	15%	12%
Passiva	74	820	746	649	97	15%	12%
Netto	10	-21	-32	-29	-3	9%	13%
Reserves							
Activa	20	58	37	4	34	951%	59%
Passiva			0	0	0		
Netto	20	58	37	4	34	951%	59%
p.m. cumulatieve E&O				63			

Bij de post aandelen zijn cumulatief forse netto verliezen geleden, waarbij wederom het jaar 2005 het leeuwendeel voor zijn rekening neemt. In alle beschouwde jaren was al sprake van een voor de Zwitserse externe positie ongunstig uitpakkend samenstellingseffect, veroorzaakt door het feit dat aandelen in de externe passiva van oudsher een aanmerkelijk groter deel uitmaken dan aan de actiefzijde. In 2005 werd dit effect nog eens versterkt door een zeer sterk prestatie-effect. In dat jaar deed de Zwitserse beurs het aanmerkelijk beter dan de wereldindex. Hierdoor was in 2005 sprake van een netto vermogensverlies (via de passiefzijde) van \$ 71 miljard.

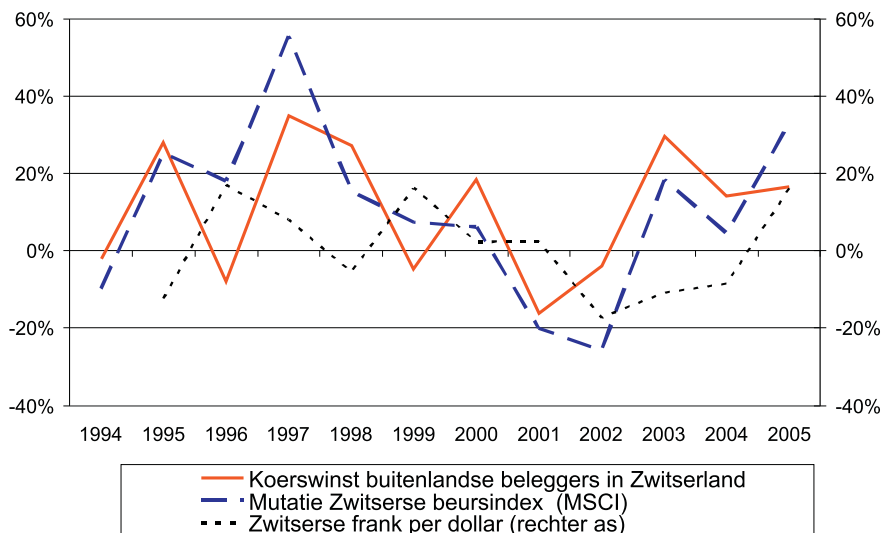
Grafiek 4.20: de Zwitserse aandelenbeurs in internationaal perspectief (1994 – 2005)



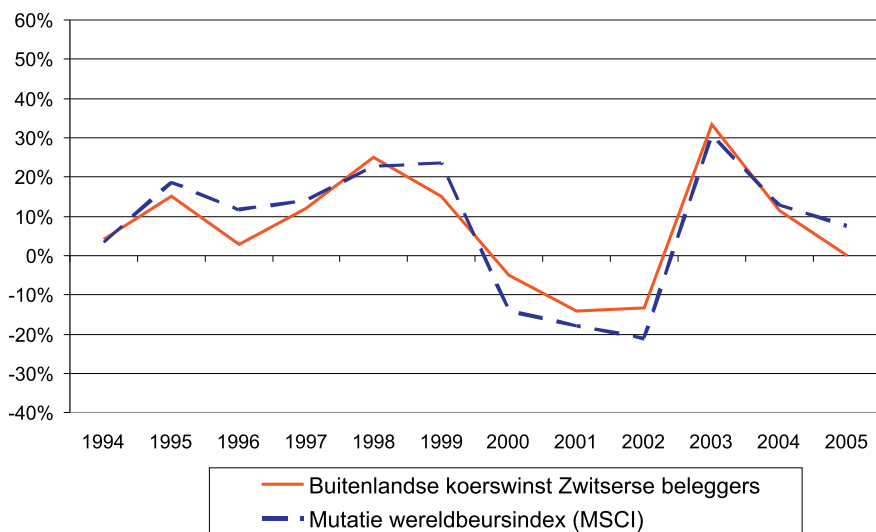
Bron: MSCI

In grafieken 4.21.a en 4.21.b worden de met behulp van het IFS berekende behaalde koerswinsten vergeleken met de ontwikkeling van de betreffende MSCI-indices. De koerswinsten zijn berekend aan de hand van de data uit het IFS. Het betreft dus een analyse in dollars. Dit betekent ook dat veranderingen in de wisselkoersverhouding tussen de Zwitserse frank en de Amerikaanse dollar aan de passiefzijde (grafiek 4.21.a) naar voren komen. In jaren met een appreciërende dollar zal in dollars gemeten het resultaat van buitenlanders in Zwitserland achterblijven bij de index, terwijl in jaren met een zwakke dollar hun resultaat juist relatief goed zou moeten zijn. Dit beeld komt uit grafiek 4.21.a in het algemeen goed naar voren.

Grafiek 4.21.a: koerswinst buitenlandse beleggers in Zwitserland vergeleken met Zwitserse index (1994 – 2005)



Grafiek 4.21.b: koerswinst Zwitserse beleggers vergeleken met Wereldindex (1994 – 2005)



Bron: IMF, MSCI

Bij de post beleggingen in schuldpapier lopen de vermogenseffecten vrijwel uitsluitend via de actiefzijde. Zwitsers beleggen zelf grootschalig in buitenlandse obligaties,

maar omgekeerd trekt het land weinig buitenlandse obligatiebeleggers aan. De afwezigheid van omvangrijke overheidstekorten en een daardoor wat minder liquide markt voor staatsleningen is hieraan mede debet. In 2005 werd gemeten in dollars een fors (\$ 84 mrd) verlies op buitenlandse obligaties geboekt, dat voor het deel van de obligatieportefeuille dat niet in dollars is belegd kan worden verklaard door de appreciatie van de dollar in dat jaar. Circa 75% van de buitenlandse beleggingen van Zwitsers luidt niet in dollars, al publiceert de Zwitserse centrale bank geen verdere uitsplitsing van de valulaire samenstelling van de effecten naar aandelen en obligaties [SNB (2006)]. Verder mag men verwachten dat met name de cijfers over de meer recente jaren in de door ons onderzochte periode nog aanmerkelijke bijstellingen zullen kennen.

Samenvattend kan worden gesteld dat het door Zwitserland geïncasseerde vermogensverlies over de gehele periode zo goed als volledig was geconcentreerd bij de post aandelen. Dit kan vrijwel geheel worden toegeschreven aan het samenstellings-effect. Zelfs in jaren waarin de Zwitserse beurs achterbleef bij de wereldindex was dit samenstellingseffect vaak nog dominant. In enkele jaren, in het bijzonder 2005, werd dit samenstellingseffect nog eens versterkt door een prestatie-effect. Verder valt op dat de uitslagen in de loop der tijd groter zijn geworden, hetgeen kan worden verklaard doordat de Zwitserse externe activa en passiva beide de grens van 500% BBP overtreffen.

Finland

De ontwikkeling van de externe vermogenspositie van Finland heeft in de beschouwde periode vrijwel geheel los gestaan van de ontwikkeling van de op de betalingsbalans geregistreeerde stromen. Dit is in zoverre opmerkelijk, omdat zelfs in 1990 het land nog het beste kon worden omschreven als gesloten in termen van externe activa en passiva. Uitgedrukt als percentage van het BBP bedroegen de Finse externe activa in 1990 nog slechts 33% van het BBP. Wat betreft de passiva was het land iets meer open met 62% BBP. Beide cijfers lagen ver beneden het gemiddelde (zie grafieken 4.1.a en 4.1.b).

Ook als wordt gekeken naar de samenstelling van de grensoverschrijdende bezittingen en schulden was er in 1990 evenmin iets wat wees op een op handen zijnde spectaculaire ontwikkeling van de externe positie. In dat jaar bestonden de externe passiva nog voor meer dan 90% uit de categorie 'laag renderend / laag risico' (vooral interbancaire posities).

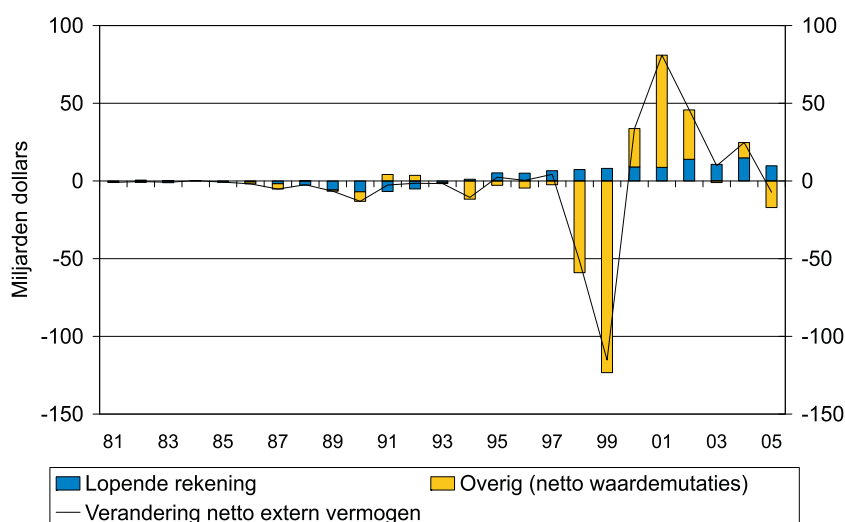
In 2005 was het beeld geheel veranderd en maakten beleggingen in aandelen maar liefst 31% van de externe passiva uit. Dit is een in internationaal perspectief hoog percentage, dat alleen door Zwitserland en Japan wordt overtroffen. In 1999, op de top van de internethype, maakten buitenlandse aandelenbeleggingen maar liefst ruim 67% van de Finse externe passiva uit. Dit is een ongeëvenaard percentage [IMF, IFS].

Tabel 4.23: samenstelling internationale activa en passiva Finland (%)

Finland: samenstelling activa	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	7	29	41
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	7	25	23
<i>beleggingen in aandelen</i>	0	4	18
laag rendement / laag risico	93	71	59
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	1	5	25
<i>overig</i>	71	43	31
<i>officiële reserves</i>	21	23	3
samenstelling passiva	1980	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	3	8	45
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	3	6	14
<i>beleggingen in aandelen</i>	0	2	31
laag rendement / laag risico	97	92	56
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	15	39	29
<i>overig</i>	82	53	27

Grafiek 4.22 laat de ontwikkeling van de Finse netto externe vermogenspositie zien. Hoewel de betalingsbalans in het algemeen overschotten laat zien op de lopende rekening, zijn deze saldi verwaarloosbaar klein in verhouding tot de enorme uitslagen die de post vermogens-effecten (in de grafiek aangeduid als 'overig') laat zien.

Grafiek 4.22: ontwikkeling van de Finse netto externe vermogenspositie (1981 – 2005)



Uit de samenvattingtabel kan worden afgeleid dat de grootste vermogens-effecten zijn opgetreden bij de post beleggingen in aandelen. Meer in concreto gaat het vooral om grote uitslagen bij de passiefzijde, vanaf het midden van de jaren '90.

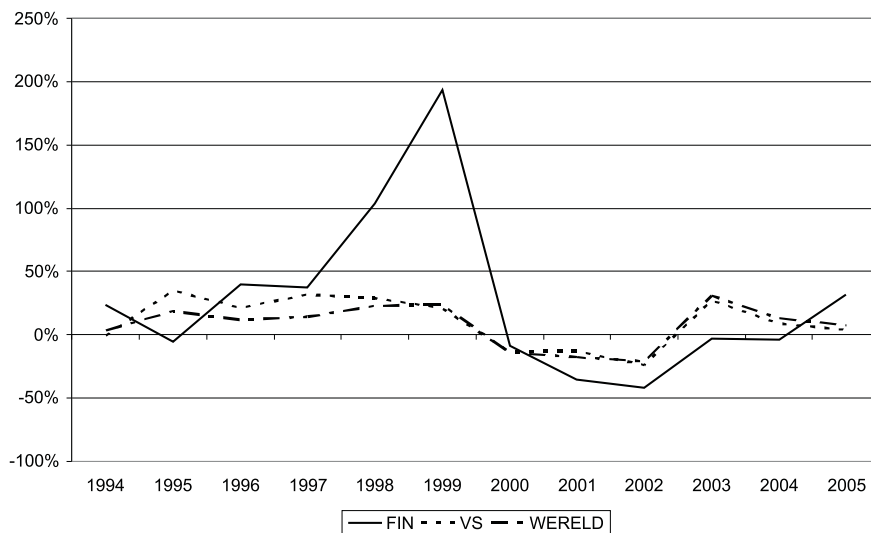
Tabel 4.24: samenvattingstabel Finland
(bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Finland	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	% van
	Stand Eind 1980	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1981-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig als stromen	
Totaal							
Activa	10	360	350				
Passiva	18	388	370				
Netto	-7	-28	-20		-88	-133%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	66			427%
vermogensoverdrachtenrekening				1			
Directe investeringen							
Activa	1	81	81	93	-13	-14%	-15%
Passiva	1	54	54	59	-5	-8%	-9%
Netto	0	27	27	35	-8	-23%	-29%
Aandelen							
Activa	0	64	64	53	11	21%	17%
Passiva	0	120	120	53	67	126%	56%
Netto	0	-55	-55	0	-56	-16747%	101%
Schuldpapier							
Activa	0	90	90	74	16	21%	17%
Passiva	3	110	108	82	25	31%	23%
Netto	-3	-21	-18	-8	-10	116%	47%
Overig							
Activa	7	78	71	77	-6	-8%	-7%
Passiva	14	69	55	64	-9	-15%	-14%
Netto	-7	9	16	13	4	28%	40%
Reserves							
Activa	2	11	9	8	1	15%	11%
Passiva			0	0	0		
Netto	2	11	9	8	1	15%	11%
p.m. cumulatieve E&O				-24			

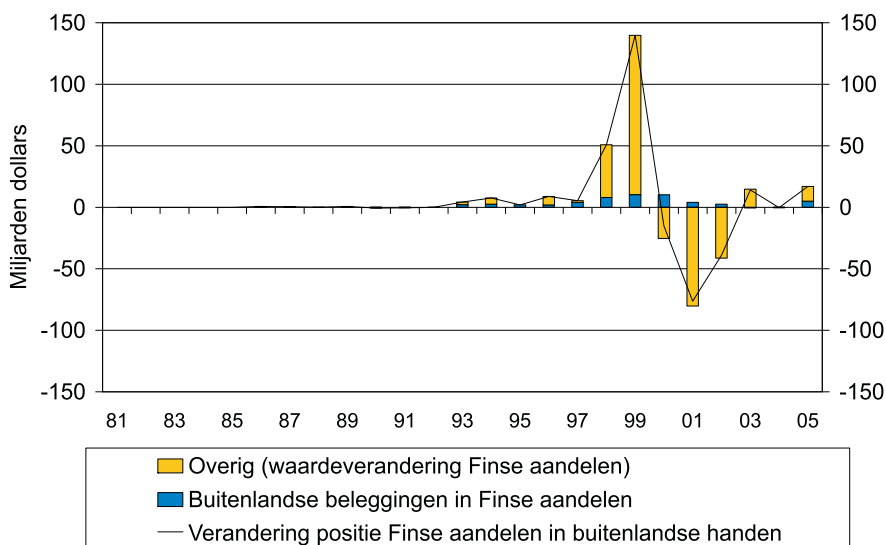
Het verhaal van de Finse externe vermogenspositie is het verhaal van de opkomst van Nokia. In de loop van de jaren '90 kwam dit bedrijf, van oorsprong producent van o.a. rubber laarzen, banden en kabels en eind jaren '80 nog aan de rand van de afgrond, op als één van de mondiaal leidende producenten van mobiele telefoons. De marktwaarde van het bedrijf steeg exponentieel (van € 0,7 miljard eind 1990 tot € 222 miljard eind 2000) en werd een dominante factor voor het verloop van de Finse effectenbeurs [Lewis (2005)]. Vanaf 1996 tot aan de eeuwwisseling heeft de performance van de Finse beurs die van de meeste buitenlandse indices sterk overtroffen. In de jaren daarna was sprake van een relatief achterblijven van de Finse beurs.

Dit alles staat weergegeven in onderstaande grafieken. Daarbij wordt erop gewezen dat de schaal van grafiek 4.23 duidelijk afwijkt van die van de andere beursgrafieken in dit hoofdstuk. Dit is noodzakelijk omdat de Finse beursindex in 1998 en vooral 1999 groeicijfers van meer dan 100% per jaar liet zien.

Grafiek 4.23: de Finse aandelenbeurs in internationaal perspectief (1994 – 2005)



Grafiek 4.24: de ontwikkeling van de buitenlandse bruto beleggingen in Finse aandelen (1981 – 2005)



Buitenlandse beleggers hebben in een tamelijk vroeg stadium belangen in het aandeel Nokia genomen. Hierdoor nam de waarde van hun effectenbezit fors toe, hetgeen zich in het kader van deze analyse vertaalde in een scherpe toename van het Finse externe passief (zie grafiek 4.24). Toen na de eeuwwisseling de koersen van telecom-

bedrijven hard onderuit gingen, verbeterde de Finse externe positie weer als uitvloeisel van de afname van de passiefpost beleggingen in aandelen.

Het verloop van de Finse externe positie werd dus vrijwel geheel gestuurd door de passiefzijde. De Finnen zelf hebben verhoudingsgewijs geen noemenswaardige koerswinsten of -verliezen geboekt op hun buitenlandse effectenbezit.

Samenvattend kan Finland als een extreem geval worden gezien van een prestatie-effect en een samenstellingseffect, hoewel in de meer recente jaren ook het wisselkoerseffect een rol zal hebben gespeeld. Het aandeel van beleggingen in aandelen in de externe passiva is immers veel groter dan dat in de activa. Maar zelfs dit samenstellingseffect is geheel het gevolg van het prestatie-effect: de ingaande en uitgaande stromen inzake de beleggingen in aandelen zijn in de periode onder beschouwing precies even groot geweest. Het is de absolute topprestatie van Nokia en daardoor van de Finse beurs geweest die het verloop van de externe vermogenspositie van Finland heeft bepaald.

Nederland

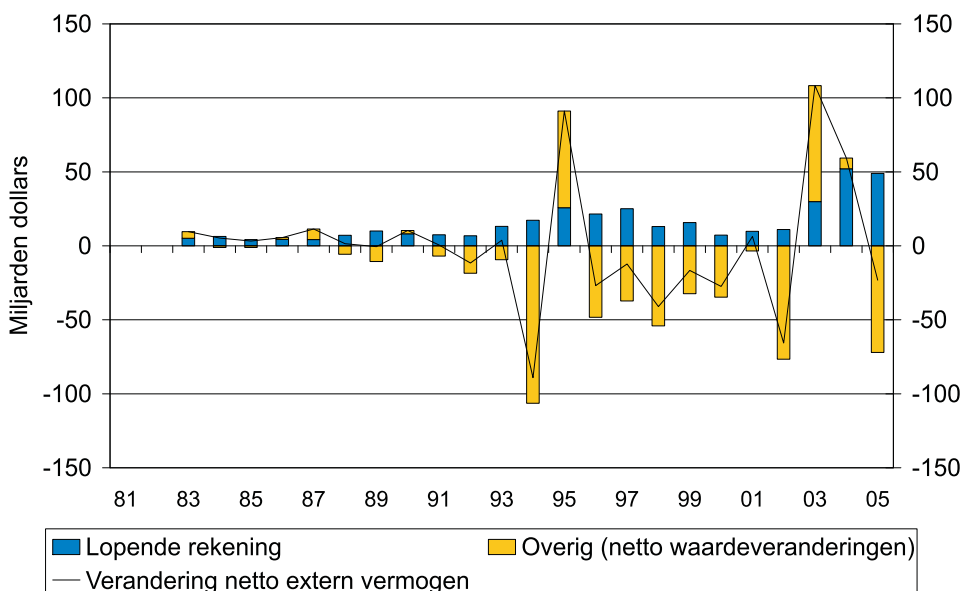
Tabel 4.25: samenstelling internationale activa en passiva Nederland (%)

Nederland: samenstelling activa	1982	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	35	33	46
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	30	25	26
<i>beleggingen in aandelen</i>	5	8	20
laag rendement / laag risico	64	67	54
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	4	7	25
<i>overig</i>	49	52	28
<i>officiële reserves</i>	11	8	1
samenstelling passiva	1982	1990	2005
hoog rendement / hoog risico	28	35	38
<i>directe buitenlandse investeringen</i>	17	19	18
<i>beleggingen in aandelen</i>	11	16	20
laag rendement / laag risico	72	65	61
<i>beleggingen in schuldpapier</i>	10	13	28
<i>overig</i>	62	52	33

Nederland is van de hier beschouwde landen het op één na meest open land in termen van externe activa en passiva. Het land wordt uitvoerig behandeld in hoofdstuk 6 (Nederland, de casus van het zwarte gat). Zoals de titel van dat hoofdstuk al aangeeft is de Nederlandse ervaring het spiegelbeeld van de Amerikaanse. Waar de externe positie van de VS zich aanmerkelijk sterker ontwikkelde dan men op grond van de lopende rekening zou verwachten, is voor ons land het omgekeerde het geval.

Dit alles staat samengevat in grafiek 4.25. Uit deze grafiek kan worden afgelezen dat de netto waardeveranderingen in de meeste jaren een negatieve bijdrage aan de Nederlandse netto externe vermogenspositie heeft geleverd. Aangezien in hoofdstuk 6 de Nederlandse casus in detail wordt geanalyseerd, volstaat hier een beknopte samenvatting. De Nederlandse externe positie heeft te lijden gehad als gevolg van aanzienlijke valutaverliezen en negatieve prestatie effecten bij de directe investeringen en de categorie aandelenbeleggingen.

Grafiek 4.25: ontwikkeling van de Nederlandse netto externe vermogenspositie (1983 – 2005)



Bij laatstgenoemde categorie is ten eerste sprake van een prestatie-effect doordat de Nederlandse beurs in veel jaren de wereldindex heeft verslagen, hetgeen nog eens werd versterkt doordat buitenlandse beleggers in meerdere jaren ook nog eens de AEX-index wisten te verslaan [Boonstra (2005)]. Daarnaast kende deze categorie ten tweede een voor ons land ongunstig samenstellingseffect doordat het aandeel van aandelenbeleggingen in de passiva in de gehele periode veel groter is geweest dan aan de activazijde.

Tabel 4.26: samenvattingstabel Nederland (bedragen in US\$ miljard)

Samenvattingstabel Nederland	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)	(7)
	Stand Eind 1982	Eind 2005	Verandering Stand	Stromen 1983-2005	Overig (waarde- veranderingen)	Analyse overig' als % van stromen	stand 2005
Totaal							
Activa	132	2448	2316				
Passiva	108	2422	2314				
Netto	24	26	2		-333	-94%	
Lopende rekening	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	354			-15924%
Vermogensoverdrachtenrekening				-20			
Directe investeringen							
Activa	40	630	590	660	-70	-11%	-11%
Passiva	18	447	429	385	44	11%	10%
Netto	22	183	161	275	-114	-41%	-62%
Aandelen							
Activa	6	480	473	246	227	93%	47%
Passiva	12	495	483	153	330	215%	67%
Netto	-5	-15	-10	92	-102	-111%	664%
Schuldpapier							
Activa	5	621	616	509	108	21%	17%
Passiva	11	678	667	558	108	19%	16%
Netto	-6	-57	-51	-50	-1	1%	1%
Overig							
Activa	65	626	561	546	16	3%	2%
Passiva	67	715	648	610	38	6%	5%
Netto	-2	-89	-87	-65	-22	34%	25%
Reserves							
Activa	15	20	5	-2	7	-435%	34%
Passiva			0	0	0		
Netto	15	20	5	-2	7	-435%	34%
p.m. cumulatieve E&O				-70			

Door dit alles is de externe vermogenspositie van Nederland, ondanks het structurele en zeer omvangrijke overschot op de lopende rekening, in de loop der tijd per saldo nauwelijks verbeterd.

Tot besluit

In dit hoofdstuk zijn de theoretische inzichten uit hoofdstuk 3 voor een aantal landen getoetst aan de praktijk. Uit deze analyse blijkt dat de op grond van hoofdstuk 3 te verwachten effecten in de meeste gevallen inderdaad duidelijk uit de data naar voren komen. Zoals mocht worden verwacht zijn de niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen groter naarmate de bruto standen van externe activa en passiva omvangrijker zijn. Dit betekent al snel dat kleine, open economieën relatief hiervoor sterk gevoelig zijn. Het samenstellingseffect komt sterker naar voren als de samenstelling van activa en passiva verder uiteen loopt. Voor een aantal landen, zoals vooral Zwitserland en Finland, blijkt het verloop van de aandelenkoersen een zeer belangrijke factor, waarbij de relatieve beursprestatie van de nationale beurs ten opzichte van de wereldindex een goede verklaring voor het gemeten prestatie-effect blijkt te zijn.

In de volgende hoofdstukken worden de cases van de VS (hoofdstuk 5) en Nederland (hoofdstuk 6) verder in detail bekeken.

Hoofdstuk 5

De Verenigde Staten: de casus van de ‘zwarte materie’

Inleiding

In hoofdstuk 6 zal de Nederlandse casus worden beschreven. Deze casus, omschreven als de casus van het ‘zwarte gat’, behandelt in detail hoe een land met grote spaaroverschotten toch geen externe netto actiefpositie opbouwt. De casus van de Verenigde Staten vormt in zekere zin het spiegelbeeld van Nederland: de Verenigde Staten zijn een goed voorbeeld van een land waarvan de internationale vermogenspositie aanmerkelijk sterker is dan men op grond van de externe lopende rekeningtekorten zou verwachten.

In dit hoofdstuk wordt de externe positie van de Amerikaanse economie nader geanalyseerd. Dit gebeurt weer aan de hand van het inmiddels bekende begrippenkader. De Amerikaanse dollar is ’s werelds meest vooraanstaande munt en de externe positie van de Verenigde Staten speelt een belangrijke rol voor de status van de Amerikaanse valuta. Daarom wordt eveneens ingegaan op de vraag wat uit de analyse van de Amerikaanse internationale vermogenspositie kan worden opgemaakt voor de toekomst van de Amerikaanse dollar als spil van het internationale monetaire systeem. Het hoofdstuk begint met een kort historisch perspectief.

Historisch perspectief

Sinds de Tweede Wereldoorlog vormt de Amerikaanse dollar de spil van het internationale monetaire stelsel. Nadat in het interbellum het financiële zwaartepunt al was verschoven van Londen naar New York, werd de rol van de dollar met de akkoorden van Bretton Woods in 1944 geformaliseerd. In het Bretton Woods stelsel was de dollar gekoppeld aan het goud tegen een vaste prijs van \$ 35 per troy ounce; de goudwaarde van de Amerikaanse dollar per 1 juli 1944. De valuta’s van de andere aan het stelsel deelnemende landen waren op hun beurt met een zogeheten “adjustable peg” gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. Dit stelsel heeft tot begin jaren ’70 gefunctioneerd [De Roos (1976), De Vries (1969-II), Kindleberger (1993), Zijlstra (1992)].

De teloorgang van het Bretton Woods stelsel is in de literatuur al uitgebreid geanalyseerd. Op deze plaats wordt dan ook verwezen naar de aangehaalde publicaties. De belangrijkste oorzaak van het einde van dit stelsel werd gevormd door Amerikaanse betalingsbalanstekorten. Daarbij ging het met name om tekorten op de zogeheten ‘basisbalans’, en niet zozeer om tekorten in het lopende verkeer [De Vries (1976-I, h24)] De basisbalans vormt de som van het saldo op de lopende rekening en het saldo van het langlopende kapitaalverkeer. Dit was een saldo dat in de tot het midden van de jaren ‘90 gebruikte indeling van de betalingsbalans een belangrijke rol speelde. Het Amerikaanse tekort werd vooral veroorzaakt door een netto uitstroom van directe investeringen en buitenlandse beleggingen in aandelen en obligaties. Sinds de nieuwe indeling van de betalingsbalans bestaat deze balans, althans in

de gebruikelijke opstelling, niet meer. Tevens wordt tegenwoordig de vroegere kapitaalbalans aangeduid als financiële rekening, terwijl met de Engelse term ‘capital account’ vandaag de dag wordt geduid op de vermogensoverdrachtenrekening.

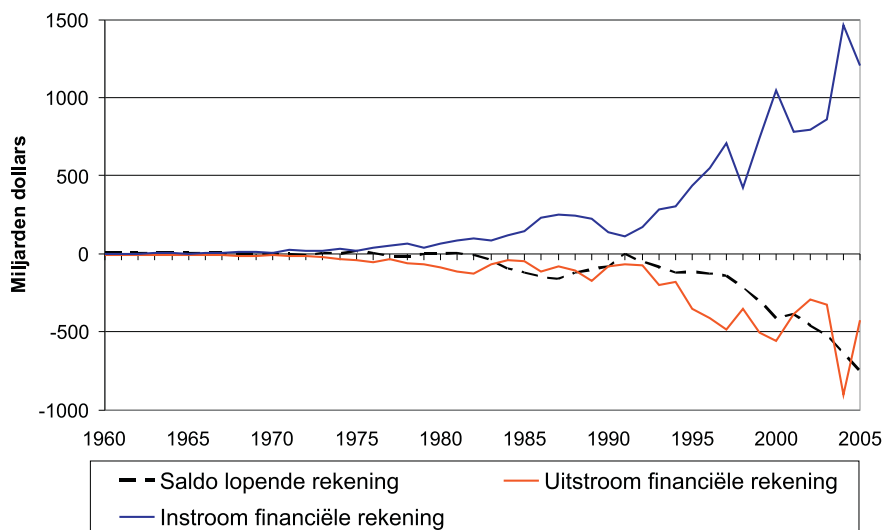
Sindsdien heeft de wereld geen formeel mondiaal wisselkoersarrangement meer, al zijn in de praktijk vrijwel alle munten nog steeds gekoppeld aan één of meer van de belangrijke valuta's, zoals de dollar, de euro, de Japanse yen, of het pond Sterling. De dollar speelt hierbij nog steeds een hoofdrol, op afstand gevolgd door de euro [Becker & Walter (2005) (2007), ECB (2007)].

De status van de dollar verschaft de Amerikaanse economie enkele grote voordelen, die allemaal kunnen worden teruggevoerd op een internationale variant van het verschijnsel “seigniorage” (geldscheppingswinst). Omdat de wereldeconomie dollars nodig heeft, onder meer ter financiering van de internationale handel, speelt de Amerikaanse munt ook een hoofdrol als reservevaluta. De Amerikanen brengen immers de benodigde dollars in omloop en kunnen daarmee een zekere vorm van geldscheppingswinst incasseren. In het verleden genoten uiteraard ook de voorgangers van de dollar, zoals het Britse pond tijdens de Gouden Standaard en in een verder verleden ook de gulden, dit voordeel. Toch brengt deze positie ook verantwoordelijkheden met zich mee. Net zoals in een nationaal stelsel de centrale bank slechts geldscheppingswinst uit hoofde van een stijging van de geldhoeveelheid kan incasseren zolang de samenleving bereid is de munteenheid van het land in kwestie te accepteren, geldt hetzelfde voor de Amerikaanse economie. Zolang de wereld bereid is de dollar als algemeen internationaal betaalmiddel te accepteren kunnen de Amerikanen dollars in omloop blijven brengen. Als de acceptatie van de dollar afneemt of zelfs helemaal verdwijnt zijn de Amerikanen dit voordeel kwijt. De Amerikaanse betalingsbalans, waarop alle transacties met het buitenland worden geregistreerd, speelt dan ook een sleutelrol bij de analyse van de kracht en toekomstige rol van de dollar.

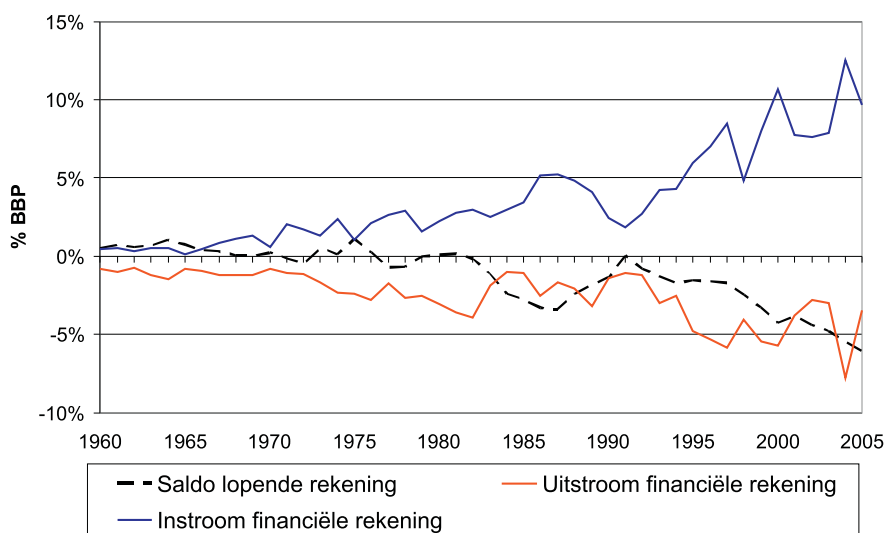
De Amerikaanse betalingsbalans en vermogenspositie

In grafiek 5.1 staan de belangrijkste saldi van de Amerikaanse betalingsbalans weergegeven. Uit deze grafiek komt inderdaad naar voren dat het Bretton Woods systeem niet ten gronde is gegaan aan Amerikaanse tekorten op de lopende rekening. Deze vertoonde tot aan 1975 gemiddeld jaarlijks een overschot. Wel was sprake van een gestage, zij het naar de huidige maatstaven geringe, uitstroom van particuliere kapitaalstromen. Daarbij ging het vooral om directe investeringen in het buitenland. Vanaf in 1991 kreeg het grensoverschrijdende effectenverkeer de overhand, al is de laatste jaren de uitstroom aan directe investeringen weer groter dan het uitgaande effectenverkeer.

Grafiek 5.1.a: enkele kernsaldi Amerikaanse betalingsbalans (1960 – 2005)

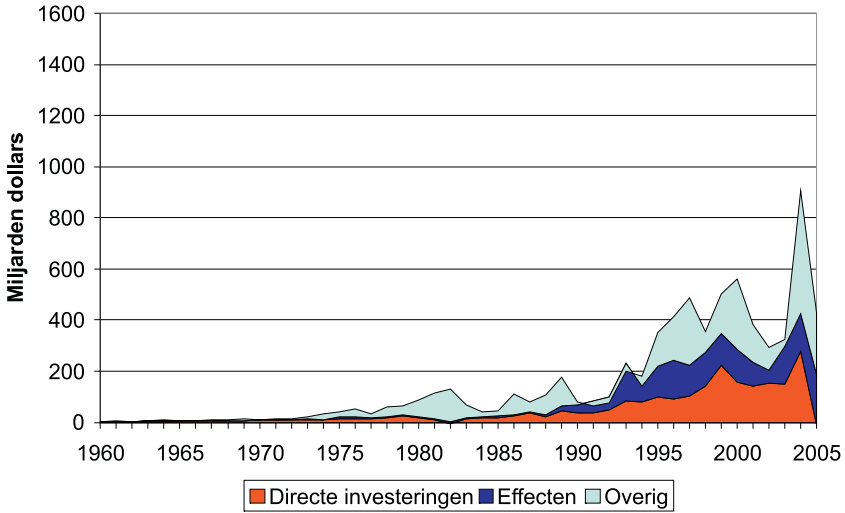


Grafiek 5.1.b: enkele kernsaldi Amerikaanse betalingsbalans (1960 – 2005) (% BBP)

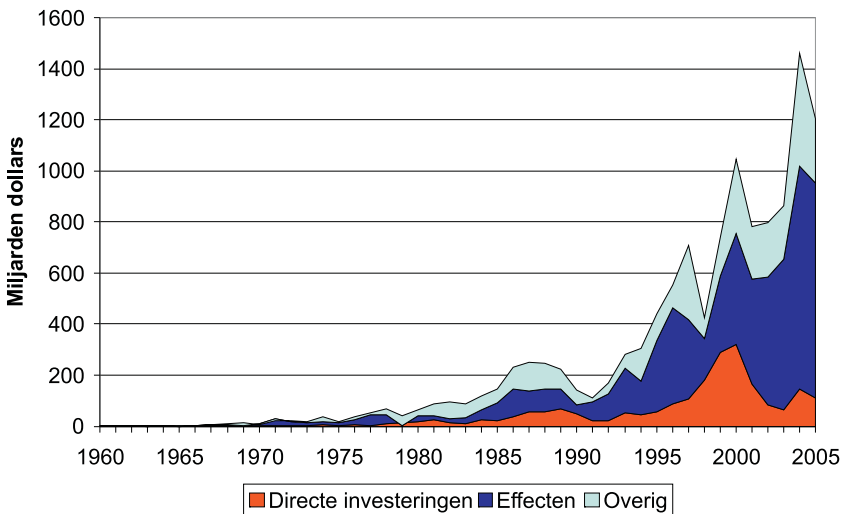


Bron: BEA, juli 2007

Grafiek 5.1.c: samenstelling uitgaande stromen financiële rekening (opbouw activa) (1960 – 2005)



Grafiek 5.1.d: samenstelling inkomende stromen financiële rekening (opbouw passiva) (1960 – 2005)



Bron: BEA, juli 2007

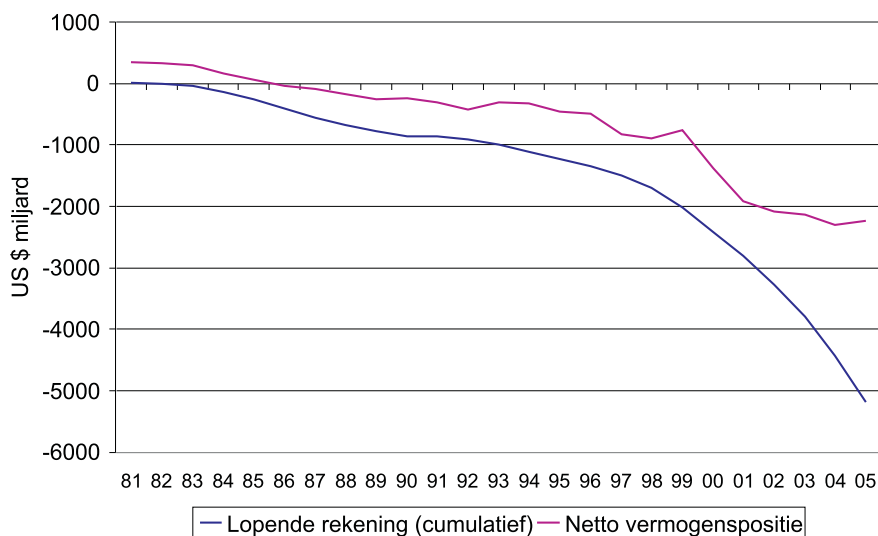
Reeds in de jaren '60 ontstond in met name Frankrijk irritatie over de voordelen die de Amerikanen genoten als uitvloeisel van de bijzondere positie van de dollar. Vooral het feit dat de Amerikanen met de door henzelf 'gratis' gecreëerde dollars in het buitenland overnames konden doen wekte de Franse wrevel.

Sedert de ineenstorting van het stelsel van Bretton Woods boeken de Amerikanen jaarlijks gemiddeld een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Vanaf het begin tot het midden van de jaren '80 is dit tekort zowel in absolute als in relatieve zin scherp opgelopen. In reactie op een scherpe depreciatie van de dollar in de jaren 1985 – 1987 is het Amerikaanse tekort op de lopende rekening weliswaar duidelijk gedaald, maar niet omgeslagen in een overschot. Na 1981 heeft het land slechts eenmalig, in 1991, een miniem overschot geboekt. Dit eenmalige overschot kan worden verklaard door de betalingen vanuit het Midden Oosten voor de Amerikaanse inspanningen bij de Eerste Golfoorlog. Vanaf het begin van deze eeuw is de Amerikaanse lopende rekening in een nooit eerder vertoond tempo verslechterd, waarbij het tekort is opgelopen tot ruim \$ 750 miljard in 2005 en circa \$ 800 miljard in 2006.

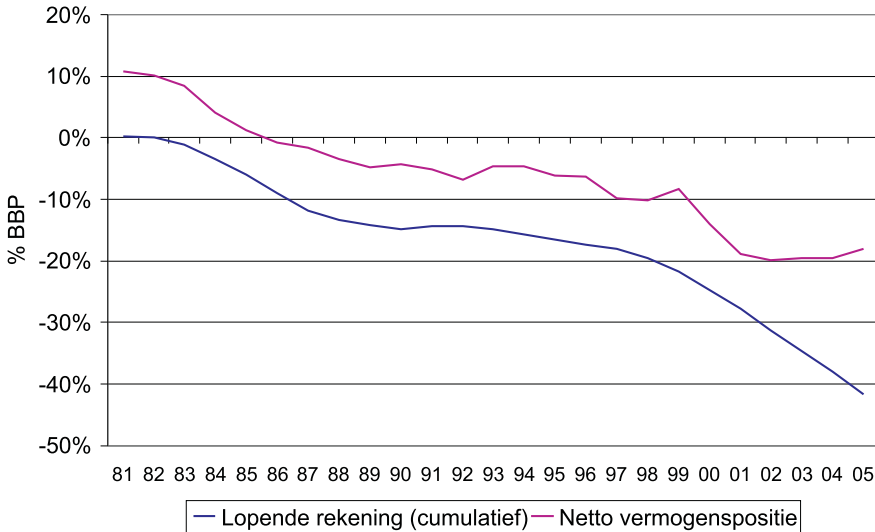
De aanhoudende externe tekorten van de Verenigde Staten hebben er toe geleid dat het land zich heeft ontwikkeld tot een majeur schuldenland. Het Amerikaanse Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert gegevens over de externe vermogenspositie van de Verenigde Staten sedert 1976, waarbij met ingang met behulp van een reconciliatietabel van 1989 ook de mutaties in het vermogen in detail worden geanalyseerd.

In 1980 hadden de VS nog netto vorderingen op de wereld ter grootte van \$ 361 miljard. Na enkele decennia van tekorten is dit omgeslagen in een netto schuldpositie van ruim \$ 2.250 miljard in 2005. Hiermee is het land op afstand 's werelds grootste schuldenland geworden. Dit heeft in de academische literatuur de discussie geopend in hoeverre deze ontwikkeling de positie van de dollar als de leidende valuta ter wereld ondermijnt [Obstfeld & Rogoff (2004), Roubini & Setzer (2004), Buiter (2006), Dooley et al. (2003), (2004)].

Grafiek 5.2.a: cumulatief LR en ontwikkeling schuldpositie (1980 – 2005)



Grafiek 5.2.b: cumulatief LR en ontwikkeling schuldpasitie (1980 – 2005) (% BBP)



Bron: BEA, juli 2007

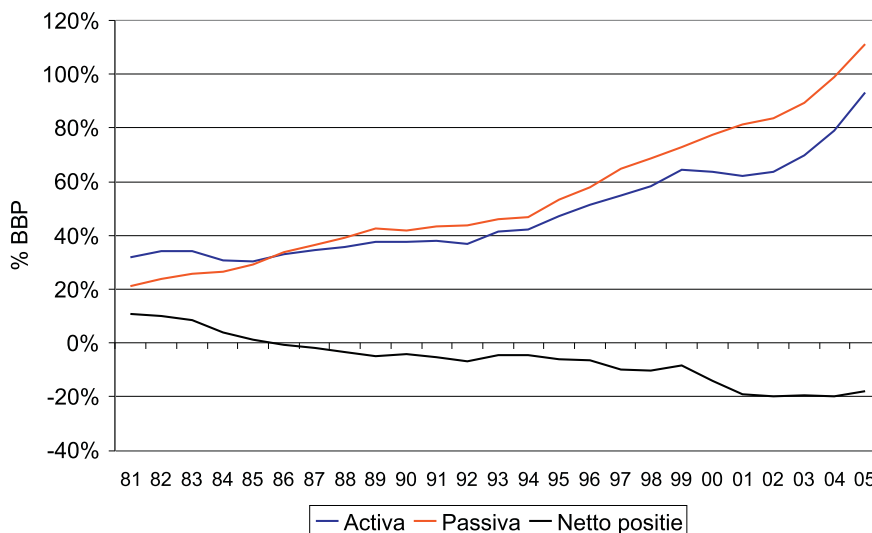
Uit grafieken 5.2.a en 5.2.b blijkt echter, dat de verslechtering van de Amerikaanse externe vermogenspositie veel minder snel gaat dan op grond van de tekorten op de lopende rekening mag worden verwacht. In de jaren 1980 – 2005 hadden de VS een cumulatief extern tekort van \$ 5.187 miljard, maar de externe vermogenspositie is in dit tijdvak met “slechts” \$ 2.578 miljard verslechterd. Dit betekent dat er een gat zit van maar liefst \$ 2.609 miljard.

Het grootste deel van dit gat is ontstaan in de jaren 2001 – 2005. Sinds 2001 is de netto schuldpositie van de VS niet noemenswaardig verslechterd – en in 2005 zelfs licht verbeterd –, ondanks tekorten op de lopende rekening die zowel absoluut als relatief de grootste waren die het land ooit heeft geboekt. Sterker nog, als percentage van het BBP is de Amerikaanse externe passiefpositie de afgelopen jaren zelfs weer licht afgenomen (grafiek 5.2.b). De vraag is hoe het gat tussen het lopende rekening-saldo en de verandering van de Amerikaanse externe vermogenspositie het beste kan worden verklaard.

Nadere beschouwing van de Amerikaanse externe positie

In hoofdstuk 3 en 4 is uiteengezet dat voor veel landen de lopende rekening nog maar een deel van de verklaring van de ontwikkeling van de externe vermogenspositie vormt. De grensoverschrijdende kapitaalstromen hebben in de afgelopen decennia een nog veel grotere groei laten zien dan de internationale handel [Kubelec et al. (2007)]. Daardoor is de netto vermogenspositie van een land inmiddels nog maar het topje van een ijsberg van veel grotere bruto-posities.

Grafiek 5.3: ontwikkeling internationale vermogenspositie VS (% BBP) (1981 – 2005)



(bron: berekend op basis van data BEA, juli 2007)

Grafiek 5.3 illustreert deze ontwikkeling voor de Verenigde Staten. In 1981 had het land bruto buitenlandse activa ter waarde van \$ 1.002 miljard (circa 32% BBP) en bruto passiva ter waarde van \$ 662 miljard (circa 21% BBP). Eind 2005 waren deze bedragen opgelopen tot respectievelijk \$ 11.576 miljard (93%) en \$ 13.815 miljard (111%).

Als gevolg van deze grote bruto standen wordt de ontwikkeling van het netto buitenlands vermogen steeds meer afhankelijk van het rendement dat men op het vermogen behaalt.

Deze vermogenseffecten kunnen sterk doorwerken, zoals moge blijken uit het volgende gestileerde cijfervoorbeeld. Stel dat de VS in 2005 een rendement van 10% op de buitenlandse activa zou hebben behaald, terwijl buitenlanders in dollars gemeten een rendement van 5% op hun Amerikaanse bezittingen wisten te boeken. Per saldo zouden de Amerikanen in dit voorbeeld een netto inkomen op hun internationale bezittingen hebben genoten van ruim \$ 467 miljard, ondanks hun netto schuldpositie. Welk deel daarvan zichtbaar zou zijn op de inkomensrekening van de betalingsbalans - en dus de lopende rekening - valt niet te voorspellen. Voor zover rendementen worden gerealiseerd in de vorm van vermogenswinsten leiden zij immers niet tot geldstromen tussen landen. Dividend- en rentebetalingen komen, als zij correct worden geregistreerd, vanzelfsprekend wél tot uiting op de betalingsbalans.

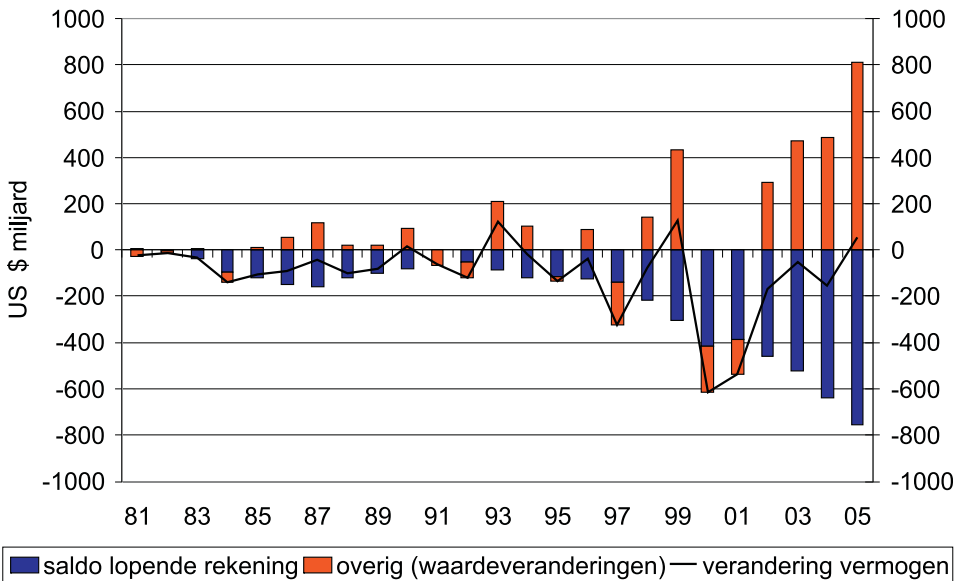
Een niet-geregistreerde nettowinst op de buitenlandse vermogenspositie van \$ 467 miljard zou het negatieve effect van het lopende rekeningtekort van ruim \$ 750 miljard dat jaar voor een niet onbelangrijk deel hebben geneutraliseerd.

Halen de Amerikanen in de praktijk inderdaad structureel een hoger rendement op hun buitenlandse bezittingen dan buitenlanders op hun Amerikaanse bezittingen? Als dit al het geval is, en de indruk bestaat dat dit inderdaad zo is, dan luidt natuurlijk de vervolgvraag wat daarvan dan de oorzaak is.

Het valuta-effect

Uit grafiek 5.4 blijkt dat de Amerikanen inderdaad vrijwel ieder jaar een positief netto resultaat boeken op hun externe vermogen. Hierdoor wordt het negatieve effect van de lopende rekeningtekorten deels en in 2005 zelfs meer dan volledig gecompenseerd.

Grafiek 5.4: mutaties netto extern vermogen, saldo lopende rekening en verschil (1981 – 2005)



Bron: berekend op basis van data BEA, juli 2007

Om de vraag naar de achterliggende oorzaak hiervan te kunnen beantwoorden moet naar de samenstelling van de grensoverschrijdende posities worden gekeken. Een belangrijke rol wordt daarbij gespeeld door de valuta. De Amerikaanse bezittingen in het buitenland luiden in grote mate in de valuta van het gastland. Omgekeerd verkeren de Verenigde Staten in de luxepositie dat buitenlanders in het algemeen hun Amerikaanse bezittingen in dollars aanhouden. Dit weerspiegelt het eerder genoemde seigniorage argument [Gourinchas & Rey (2005-a)].

Voor een schuldenland is dit een comfortabele positie. Het betekent namelijk, dat als de dollar in waarde daalt de dollarwaarde van de buitenlandse activa van de Verenigde Staten in waarde toeneemt, terwijl de internationale passiva gemeten in dol-

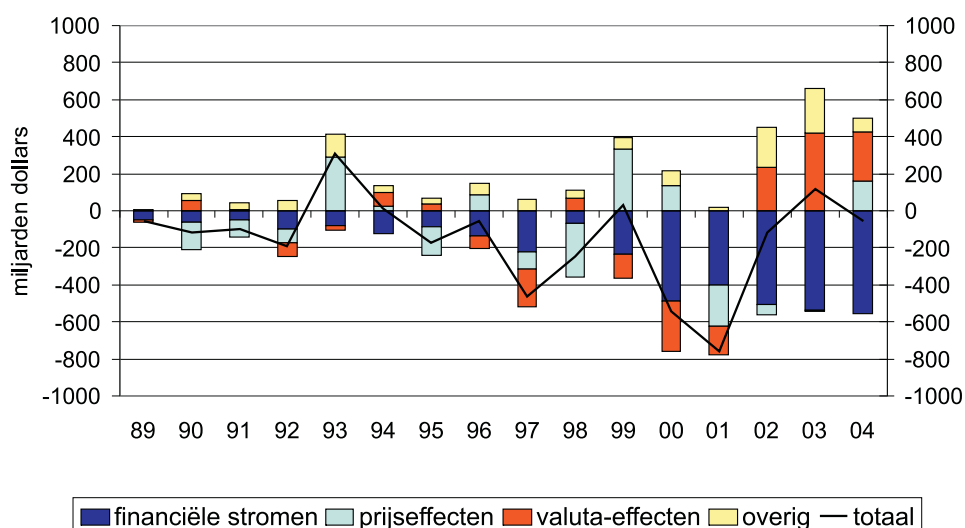
lars hierdoor niet worden geraakt. Dit is een geheel andere positie dan die van een “gewoon” schuldenland in de derde wereld. Als die zijn munt in waarde laat zakken stijgen de buitenlandse schuld en de bijbehorende schuldendienst uitgedrukt in lokale valuta navenant, met alle problemen van dien. De Verenigde Staten creëren zelf hun dollars en dat betekent dat een depreciatie van de dollar niet alleen de Amerikaanse concurrentiepositie verbetert, maar tevens bijdraagt aan een vermindering van de buitenlandse schuldpositie.

Cijfers van het Amerikaanse Bureau of Economic Analysis (BEA) verschaffen nader inzicht in de omvang van dit valuta-effect. Voor het tijdvak 1989 – 2005 heeft het BEA de mutaties in de internationale vermogenspositie van de Verenigde Staten uitgesplitst in vier categorieën, te weten:

1. “stromen” (investerings- en beleggingsstromen zoals die tot uiting komen op de financiële rekening van de betalingsbalans. Dit vormt, na correctie voor de posten statistische verschillen en officiële reserves, het spiegelbeeld van de lopende rekening),
2. “prijswijzigingen” (waaronder koersmutaties van effecten),
3. “wisselkoerseffecten” en
4. “overig”. Onder deze categorie vallen onder meer de kapitaalwinsten en -verliezen op buitenlandse directe investeringen.

De categorieën twee tot en met vier vormen gezamenlijk de post “overig (waardeveranderingen) zoals weergegeven in grafiek 5.4.

Grafiek 5.5: mutaties extern vermogen VS uitgesplitst volgens BEA (1989 – 2005)



Bron: BEA, juli 2007

Grafiek 5.5 geeft de cijfers uit de reconciliatietabel van het BEA weer. Het blijkt dat het wisselkoerseffect tamelijk sterk doorwerkt in de externe vermogenspositie van de Verenigde Staten. Met name in de jaren waarin de Amerikaanse dollar grote uitslagen laat zien is het valuta-effect dominant ten opzichte van de andere vermogens-effecten. Daarbij is de absolute omvang van het valuta-effect trendmatig groter geworden, hetgeen het gevolg is van de grotere omvang van de bruto vermogens- en schuldposities.

Tabel 5.1: de verandering in het buitenlands vermogen van de VS nader uitgesplitst (2001 – 2005)

	2001	2002	2003	2004	2005	Cumulatief 2001 - 05	1989 - 05
Saldo lopende rekening	-385	-460	-522	-640	-755	-2761	-4507
Netto financiële stromen	-400	-503	-539	-557	-777	-2776	-4475
Prijseffecten	-224	-59	-3	158	1098	969	987
Valuta-effecten	-152	231	416	270	-390	375	-165
Overig	18	217	241	72	325	872	1502
Verandering netto externe vermogen	-758	-115	115	-57	256	-560	-2152

Noot: het verschil tussen het saldo op de lopende rekening en dat op de financiële rekening kan worden verklaard uit de saldi bij de posten 'officiële reserves' en 'statistische verschillen'.

Bron: BEA, juli 2007

Met name de laatste jaren blijkt het valuta-effect de gevolgen van de zeer omvangrijke tekorten op de lopende rekening in hoge mate te compenseren. Dit valt af te lezen uit tabel 5.1. In totaal is het externe vermogen van de Verenigde Staten in de jaren 2001 – 2005 met 'slechts' \$ 560 miljard verslechterd, ofschoon het cumulatieve tekort op de lopende rekening \$ 2.761 miljard bedroeg en er voor in totaal \$ 2.776 miljard aan buitenlands kapitaal het land instroomde. Een valutawinst van \$ 375 miljard en een zeer sterk prijseffect van \$ 969 miljard (dat meer dan volledig in 2005 werd gerealiseerd) en een positief resultaat bij 'overig' van in totaal \$ 872 miljard boden echter tegenwicht. Uiteraard zijn er ook jaren waarin de dollar apprecieert en de VS dus een valutaverlies op hun buitenlandse activa moeten incasseren. Over het gehele tijdvak 1989 – 2005 werd zelfs een valutaverlies van netto \$ 165 miljard gerealiseerd.

De overige bronnen van vermogenswinst

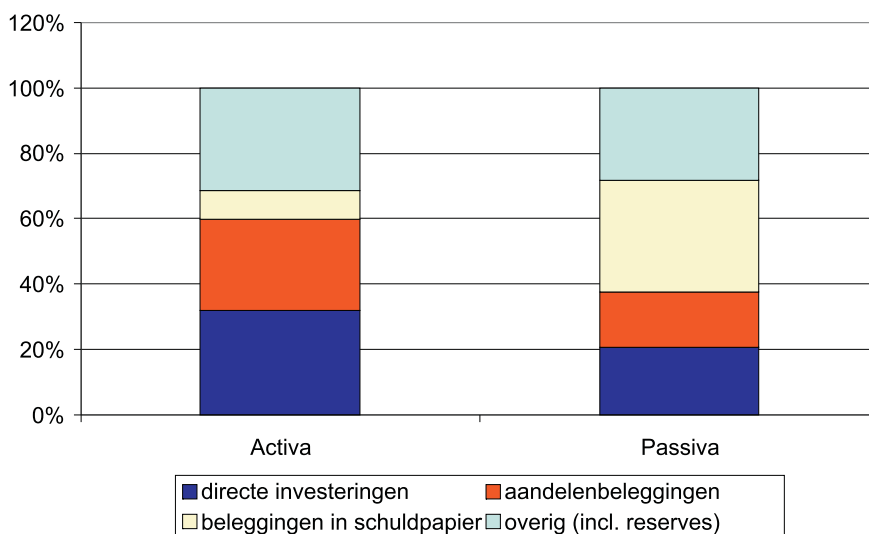
Uit tabel 5.1 blijkt dus dat de ontwikkeling van de wisselkoers weliswaar belangrijk is, maar dat deze zeker niet de enige, en ook niet de belangrijkste verklaring vormt van het verloop van de externe vermogenspositie. Zo zijn de post "overig" en vooral "prijseffecten" bij tijd en wijle van groot belang. De prijseffecten weerspiegelen de waardering van beursgenoteerde effecten. Deze post kan van jaar tot jaar sterk fluctueren, al naar gelang de relatieve prestaties van aandelenbeurzen en obligatiemarkten. Het zeer sterk positieve prijseffect in 2005 is mede ontstaan doordat de Amerikaanse aandelenbeurs in dat jaar duidelijk achterbleef bij buitenlandse beurzen, al kan dit het positieve prijseffect maar voor een deel verklaren.

Cumulatief is de post “overig”, waarin ondermeer de waardering van directe investeringen is besloten, over het gehele tijdsdvvak 1989 – 2005 van het grootste belang. Weliswaar is deze post meestal in absolute zin kleiner dan het valuta effect en de prijs-effecten, maar anders dan deze effecten is de bijdrage van de post ‘overig’ vrijwel altijd positief. Over het gehele in tabel 5.1 weergegeven tijdvak blijkt deze post dan ook de belangrijkste cumulatieve bijdrage aan de vermogenswinst van de VS te leveren.

Hier komen vooral de per saldo positieve resultaten op directe investeringen in tot uiting.

Een belangrijke oorzaak van de totale netto vermogenswinst is gelegen in het verschil in samenstelling van de externe activa en passiva. Het blijkt dat de buitenlandse activa van de Verenigde Staten in hoge mate bestaan uit potentieel hoog renderende activa, terwijl buitenlanders juist een niet te stillen honger hebben naar Amerikaans schuld papier. Dit wordt geïllustreerd in grafiek 5.6. De Amerikaanse buitenlandse bezittingen bestonden in 2005 voor 32% uit directe investeringen en 28% uit aandelen, terwijl schuld papier (vooral obligaties) een schamele 9% uitmaken. De buitenlandse vorderingen op de Verenigde Staten kennen daarentegen juist een sterke nadruk op schuld papier (34%).

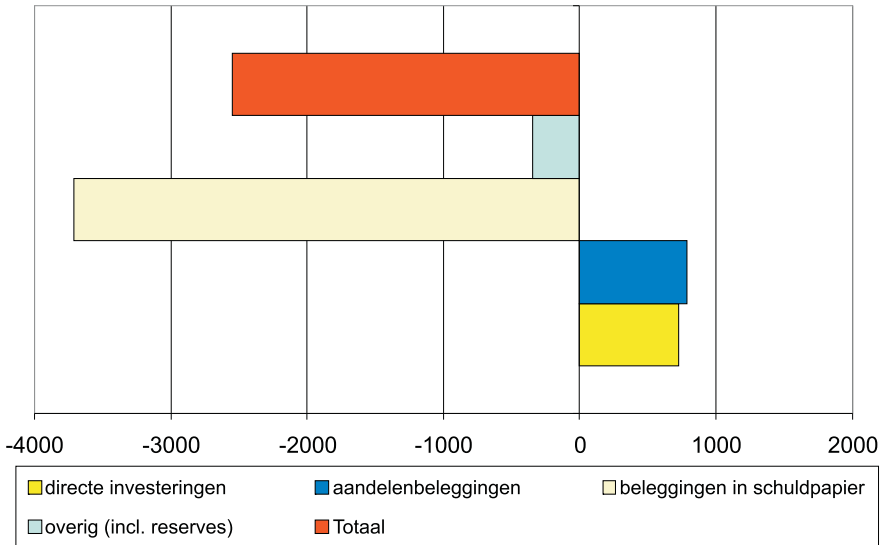
Grafiek 5.6: samenstelling internationale activa en passiva VS (2005)



Bron: IMF

De VS hebben in de categorieën directe investeringen en aandelenbezit zelfs nog steeds een netto actiefpositie, terwijl de netto schuldpositie in schuld papier groter is dan de gehele internationale netto-passief positie. Dit is weergegeven in grafiek 5.7.

Grafiek 5.7: netto internationale vermogensposities per categorie (US\$ miljard; 2005)



Bron: IMF, augustus 2007

Vaak wordt gesteld dat de Amerikaanse economie zoveel buitenlands kapitaal aantrekt omdat buitenlandse beleggers en investeerders mee willen profiteren van de vermeende superieure economische prestaties. Met name de hoge productiviteitsgroei zou een sterk aanzuigende werking op buitenlands kapitaal hebben. Dit zou één van de factoren achter de relatieve veerkracht van de dollar kunnen zijn.

Uit de hier gepresenteerde cijfers blijkt dat de werkelijkheid een andere is. De VS trekken juist vooral obligaties aan, die per definitie niet of nauwelijks meeprofiteren van de relatief gunstige productiviteitsontwikkeling. Daarbij is het met name de invoer van officieel kapitaal die voorkomt dat de Amerikaanse dollar in een vrije val is beland. Met name in jaren waarin de dollar zich relatief zwak ontwikkelt blijkt met name een relatief grote instroom van officieel kapitaal te voorkomen dat de Amerikaanse munt in een vrije val belandt. Dit staat geïllustreerd in grafiek 5.12.

De Amerikanen zelf blijken daarentegen juist grootschalig risicodragend te investeren en beleggen buiten de VS, alwaar zij per saldo ook nog eens hogere rendementen behalen.

Het blijkt dat Amerikanen een structureel positief prestatie-effect weten te behalen.

Gourinchas en Rey (2005-a) (GR) duiden de VS daarom aan als “The World Venture Capitalist”. Zij hebben per categorie het rendement berekend dat de Amerikanen op hun buitenlandse bezittingen hebben behaald en hebben dit vervolgens vergeleken met het rendement dat buitenlanders in de VS hebben behaald. Tabel 5.2 geeft hun resultaten weer voor de periode 1973 – 2004.

Tabel 5.2: gemiddeld jaarlijks rendement (%) op buitenlands vermogen (1973–2004)

	<i>VS in buitenland</i>	<i>Buitenlanders in Verenigde Staten</i>	<i>Vershil</i>
Totaal	6,82	3,5	3,32
- w.v. directe investeringen	9,65	9,31	0,26
- w.v. aandelen	15,54	9,43	6,11
- w.v. obligaties	4,05	0,32	3,73
- w.v. overig	4,11	1,16	3,95

Bron: Gourinchas & Rey (2005-a), tabel 1

De positieve resultaten van de Amerikanen op hun buitenlandse vermogen kunnen dus voor een deel worden toegeschreven aan het relatief hoge rendement dat zij in het buitenland weten te halen. Bij iedere categorie blijkt dat Amerikaanse beleggers en investeerders in het buitenland hogere rendementen halen dan buitenlanders in de VS. Hier is dus sprake van een stevig en breed prestatie-effect. Doordat zij daarbij ook nog eens een nadruk leggen op verhoudingsgewijs risicovolle, maar in het algemeen relatief hoog renderende activa, speelt de samenstelling van de portefeuille ook nog eens een belangrijke rol. Er is dus ook nog eens sprake van een voor de Amerikanen gunstig samenstellingseffect.

GR berekenen dat het verschil in rendement van 3,32% voor 2,05% het gevolg is van verschil in rendement per categorie (prestatie-effect), terwijl 1,27% kan worden toegeschreven aan het samenstellingseffect.

De door GR berekende rendementen zijn echter niet gecorrigeerd voor het effect van de wisselkoers. Een niet te verwaarlozen deel van de door hen berekende relatief hoge door Amerikanen in het buitenland behaalde rendementen kan hierdoor worden verklaard. Voorts wijst Gros (2006) op het verschijnsel dat buitenlandse ondernemingen in de VS stelselmatig een lager rendement behalen dan Amerikaanse ondernemingen zelf. Hij wijt dit aan fiscale overwegingen. Zouden buitenlandse ondernemingen hun winst correct boeken dan zou, althans volgens Gros, de inkomstenrekening (i.c. het onderdeel kapitaalinkomsten) van de Amerikaanse betalingsbalans een tekort vertonen.

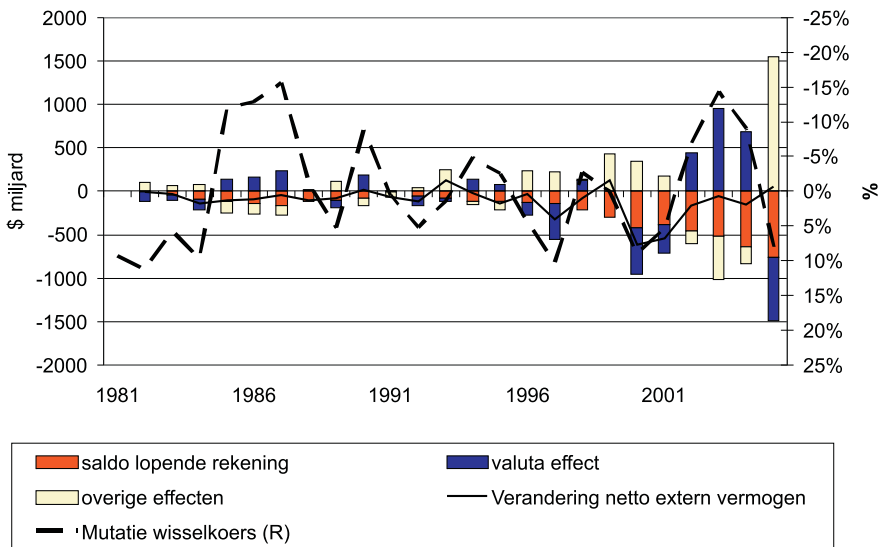
Overigens wezen Van Nieuwkerk en Sparling in 1985 al op het verschijnsel dat de rendementen die Amerikaanse multinationals op hun investeringen in Nederland halen aanmerkelijk hoger liggen dan die van Europese investeerders. Zij verklaren dit uit een scala van factoren, zoals de hogere rendementseis die Amerikaanse ondernemingen in het algemeen stellen. Amerikaanse ondernemingen zijn ook eerder dan hun Europese tegenhangers geneigd investeringen weer af te stoten als deze qua rendement teleurstellen. Zij kunnen dit ook doen, omdat hun thuismarkt dermate groot, en daarmee voor een multinationale onderneming boven proportioneel belangrijk is, dat het buitenlandbedrijf voor hun strategie minder belangrijk is dan voor multina-

nationals met een kleinere thuismarkt. Daarmee hebben Amerikaanse multinationals vaak een ander karakter dan Europese [Van Nieuwkerk & Sparling (1985), par. 6.2].

Analyse over een langere periode

In deze paragraaf zal worden getracht om de drijvende krachten achter de externe vermogenspositie van de Verenigde Staten over een langere periode nader te ontleden. Het netto-resultaat op het internationale vermogen is het saldo van het in het buitenland door Amerikanen op hun bezittingen behaalde resultaat en het rendement dat buitenlandse beleggers en investeerders in de Verenigde Staten behalen. In theorie kan een en ander exact berekend worden. Daartoe moet dan wel precies de samenstelling van de vermogenspositie bekend zijn, van zowel de bruto standen als de stromen, evenals de regionale spreiding en valutaire samenstelling ervan. Alleen dan kan namelijk per categorie en per land worden geschoond voor het wisselkoers-effect, gebruikmakend van bilaterale wisselkoersen, waarna het rendement na valuta-effect kan worden uitgerekend. Voor een berekening van het rendement op de Nederlandse buitenlandse directe investeringen langs deze weg, zie hoofdstuk 6. Is de exacte spreiding over landen niet bekend dan kan het wisselkoerseffect worden benaderd door gebruikmaking van de nominaal effectieve wisselkoers. Daar ligt dan de impliciete (en enigszins heroïsche) aanname aan ten grondslag dat de buitenlandse bezittingen dezelfde regionale spreiding kennen als de buitenlandse handelstromen en dat de valutaire samenstelling gelijk is aan de regionale spreiding. Een tweede aanname is dat de Amerikaanse buitenlandse activa in buitenlandse valuta, en de passiva geheel in dollars luiden.

Grafiek 5.8: verandering extern vermogen uitgesplitst in componenten (1981 – 2005)

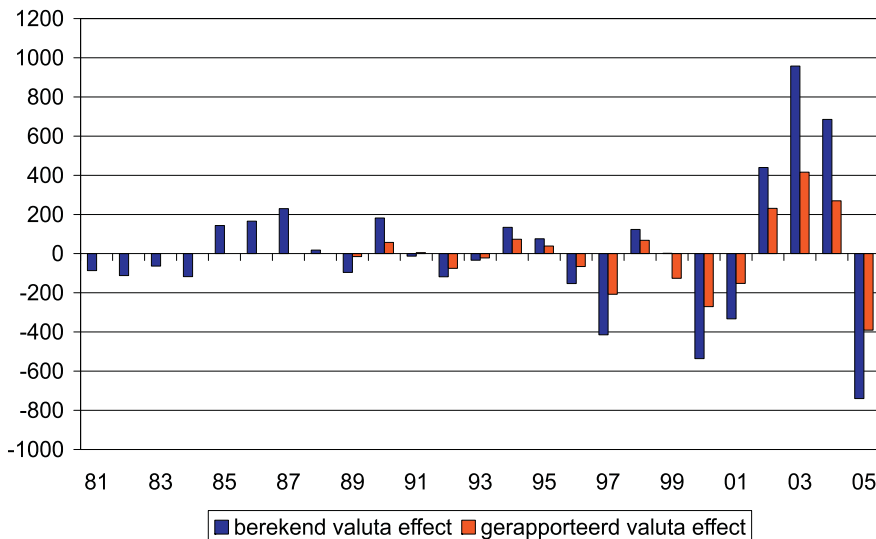


Bron: eigen berekeningen op basis van IMF, IFS.

In grafiek 5.8 blijkt dat het op deze wijze berekende valuta-effect, samen met het saldo op de lopende rekening, een groot deel van de verandering van de Amerikaanse netto internationale vermogenspositie kan verklaren. De in grafiek 5.8 weergegeven post 'overig' is berekend als restpost en omvat in dit geval dus ook de prijseffecten. Merk op dat de jaarlijkse verandering van de nominaal effectieve wisselkoers tegen een geïnvverteerde as is weergegeven. De nominaal effectieve wisselkoers is ontleend aan de International Financial Statistics van het IMF. Deze is berekend als een index (gemiddelden, 2000 = 100), waarbij de waarde van een munt wordt uitgerekend ten opzichte van de valuta van een aantal andere landen. Aan iedere koers wordt een gewicht toegekend, dat afhangt van het belang van het betreffende land als handelspartner (goederenhandel). Door de nominaal effectieve wisselkoers te defleren met de relatieve arbeidskosten per eenheid product wordt de reël effectieve wisselkoers berekend [IMF, IFS Yearbook 2006, introduction]. Ook blijkt uit de grafiek dat het effect tegen het einde van de onderzochte periode groter wordt. Dat is een direct gevolg van de in de loop der tijd fors toegenomen omvang van de bruto internationale activa en passiva.

Als grafiek 5.8 wordt vergeleken met grafiek 5.9, dan blijkt evenwel dat het gebruik van de effectieve wisselkoers een te onnauwkeurige benadering oplevert. Het blijft immers een ruwe aanname dat de buitenlandse activa een vergelijkbare spreiding over landen hebben als de handelsstromen. Hoe groot deze afwijking is wordt duidelijk als de in grafiek 5.8 gepresenteerde berekening van het valuta-effect wordt vergeleken met de cijfers die het BEA hierover rapporteert. Deze vergelijking is weergegeven in grafiek 5.9.

Grafiek 5.9: eigen berekening valuta-effect versus rapportage BEA (1981 – 2005)

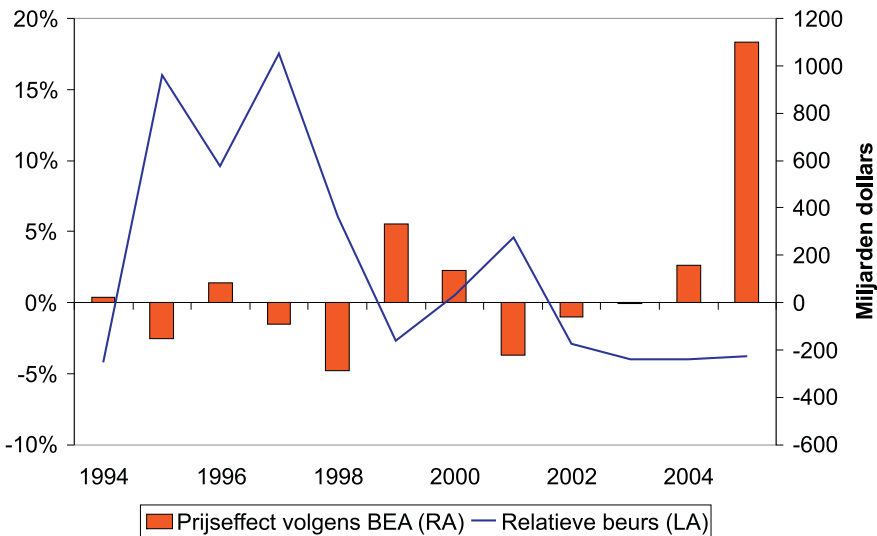


Bron: berekend op basis van data BEA, IMF, juli 2007

Met name in de laatste jaren van de hier beschouwde periode leiden de eigen berekeningen tot veel grotere schattingen van het valuta-effect dan de feitelijk door het BEA berekende valutacomponent. Overigens is het door het BEA berekende valuta-effect in vrijwel ieder afzonderlijk jaar aanmerkelijk geringer dan wat uit de eigen berekening komt. Dit duidt er op dat de Amerikaanse externe activa niet uitsluitend in buitenlandse valuta, maar deels ook in Amerikaanse dollars luiden. Wellicht luidt ook een deel van de passiva in andere valuta's dan de dollar.

Wel komt uit zowel de berekeningen van het BEA als uit de eigen cijferexercitie naar voren dat de component 'overig' (incl. prijseffecten) in de laatste jaren zeer fors is gestegen. De hier berekende post 'overig' omvat zowel de door het BEA vermelde 'prijseffecten' als hun post 'overig'. Hier moet de verklaring worden gezocht bij de samenstelling van de externe activa en passiva van de Verenigde Staten. Dit land heeft, zoals eerder geïllustreerd in grafiek 5.7, nog altijd een netto actief positie in de categorie aandelen en directe investeringen. Ook uit recent onderzoek van de BIS blijkt dat de Amerikaanse directe investeringen in het buitenland in het algemeen ook nog eens hoger renderen dan die van buitenlandse beleggers in de Verenigde Staten, ofschoon Gros stelt dat dit grotendeels kan worden verklaard vanuit fiscale motieven [Gros (2006), Heath (2007)]. Verder speelt de relatieve ontwikkeling van de effectenbeurzen een rol van betekenis.

Grafiek 5.10: prijseffecten (r) en relatieve beursprestatie (l) Verenigde Staten (1994 – 2005)



Bron: BEA, MSCI via Ecwin, juli 2007

In grafiek 5.10 is de grootte 'relatieve beurs' berekend als het verschil in beursontwikkeling van de Amerikaanse beurs ten opzichte van het wereldgemiddelde. In beide gevallen zijn indices van Morgan Stanley gebruikt (MSCI), ontsloten via Ecwin.

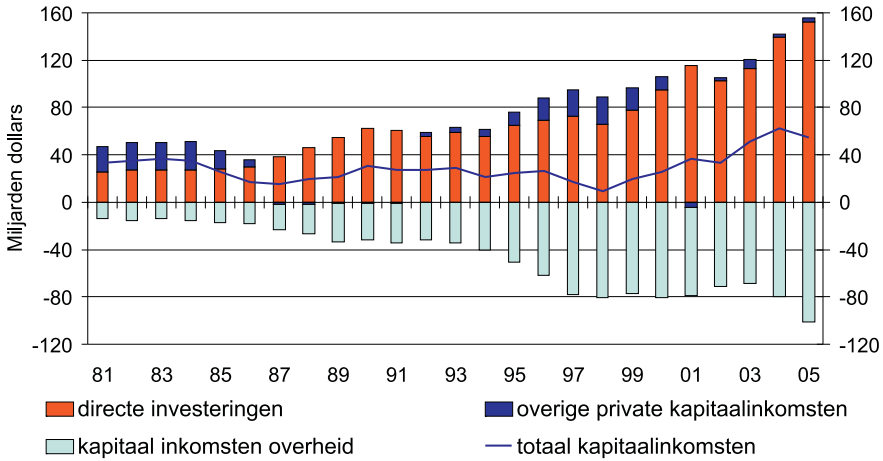
Uit de grafiek blijkt dat in ieder jaar waarin de Amerikaanse beurs achterblijft bij de wereldindex de Amerikanen een positief resultaat behalen bij de post 'overig'. Dit is wat mag worden verwacht, zelfs als het buitenlandse aandelenbezit van Amerikaanse beleggers in dezelfde orde van grootte zou liggen als die van buitenlandse beleggers in de Verenigde Staten. In de jaren waarin de prestatie van de Amerikaanse beurs die van de rest van de wereld overtreft is het beeld gemengd. Dit kan deels door het samenstellingseffect worden verklaard -het eerder genoemde relatief grote aandeel van aandelenbeleggingen in de Amerikaanse buitenlandse activa. Wellicht speelt ook een rol dat Amerikanen hun buitenlandse aandelenbeleggingen niet conform de wereldindex hebben belegd, maar juist zijn overwogen in relatief goed presterende markten. Dit past dan in het vaak genoemde, maar in het algemeen niet te bewijzen beeld dat Amerikaanse beleggers in vergelijking met hun buitenlandse collega's verhoudingsgewijs beter in hun vak zijn. Voor Nederland is overigens wel aangetoond dat buitenlandse beleggers structureel de AEX verslaan. Zie ook hoofdstuk 6.

Dit zou de verklaring kunnen vormen voor de wel zeer sterke opwaartse uitschieter van 2005. Die kan namelijk maar ten dele uit de relatieve beursprestatie worden verklaard. Dit blijft voornamelijk een raadselachtig fenomeen. Een speculatieve verklaring zou kunnen zijn dat Amerikaanse aandelenbeleggers zwaar overwogen zaten in Aziatische aandelen. Overigens kan het ook nog zo zijn dat de stromen op de financiële rekening over 2005 nog fors worden bijgesteld. Het betreft immers een relatief recent jaar.

Een alternatieve benadering: de zwarte materie

In een provocerend artikel in de Financial Times van 8 december 2005 stellen twee Amerikaanse economen, Ricardo Hausmann en Frederico Sturzenegger (HS), dat de registratie van de Amerikaanse betalingsbalans en die van de vermogenspositie niet deugt [Hausmann & Sturzenegger (2005-a)(2005-b)]. Zij baseren zich hierbij niet alleen op het grote gat tussen het cumulatieve lopende rekeningtekort en de geregistreerde verslechtering van de vermogenspositie, maar tevens kijken zij naar de ontwikkeling van de inkomensrekening van de betalingsbalans. Het blijkt namelijk dat deze, ondanks de verslechterde externe vermogenspositie, bij de kapitaalinkomsten nog steeds een overschot laat zien (grafiek 5.11). Dit is opmerkelijk, omdat men zou verwachten dat een schuldenland per saldo betalingen aan het buitenland zou verrichten uit hoofde van rente- en dividendbetalingen. Dergelijke betalingen worden zichtbaar op de inkomensrekening, een onderdeel van de lopende rekening van de betalingsbalans.

Grafiek 5.11 netto kapitaalinkomsten Verenigde Staten (1981 – 2005)



Bron: BEA, juli 2007.

HS concluderen op grond van deze cijfers dat de Verenigde Staten helemaal geen tekort op de lopende rekening hebben. Deze redenering volgt uit hun a priori veronderstelling, dat als een land een overschot bij de kapitaalinkomsten op de inkomensrekening van de betalingsbalans heeft, het per definitie ook een positief extern vermogen moet hebben. Vanuit deze veronderstelling verloopt hun berekening als volgt. De VS hadden volgens HS in 2004 een overschot op de inkomensrekening van \$ 30 miljard. Uitgaand van een gemiddeld rendement van 5% op het (netto) buitenlandse vermogen zou dat betekenen dat het land een netto buitenlands vermogen van \$ 600 miljard heeft, in plaats van de officieel gerapporteerde schuldpositie. Hun conclusie luidt dat de VS voor een bedrag van netto \$ 4.700 miljard aan onzichtbare buitenlandse activa heeft. Zij duiden dit vervolgens aan als “zwarte materie” (dark matter). Inmiddels rapporteert het BEA voor 2005 een overschot bij de kapitaalinkomsten van ruim \$ 62 miljard (juli 2007). Op basis van dit cijfer zou de berekening van HS leiden tot een netto actiefpositie van \$ 1.240 miljard en daarmee ‘dark matter’ ter waarde van meer dan \$ 6.000 miljard. Bij de verklaring van dit verschijnsel duiden zij onder meer op wat zij noemen “superior returns on foreign direct investments”, tevens duiden zij op de seigniorage-inkomsten uit hoofde van het verschaffen van liquiditeit in dollars aan de wereldeconomie.

Uit de analyse in de vorige paragraaf bleek reeds dat de door HS vermelde “superior returns on foreign direct investment” maar tot op zekere hoogte bestaan. Er is weliswaar een positief verschil, maar dit is niet spectaculair te noemen, zeker niet na correctie voor valuta-effecten. Ook is de link die HS leggen met de inkomensrekening van de betalingsbalans weinig relevant, omdat een groot deel van het rendement op het buitenlandse vermogen niet tot uiting komt in inkomensstromen, maar in niet op de betalingsbalans geregistreerde koerswinsten en -verliezen. Overigens wees reeds begin jaren ‘90 een studie van de hand van DeAnne Julius op de gevolgen van directe

buitenlandse investeringen en hun wisselwerking met de betalingsbalans [Julius (1991)].

Uit de analyse in de voorgaande paragraaf en de reconciliatietabel van het BEA blijkt dat er geen 'dark matter' nodig is om de door HS gesignaleerde ontwikkelingen te verklaren. Een nadere beschouwing van de omvang en samenstelling van de externe activa en passiva en de daarop behaalde rendementen volstaat. Ook Buiten (2006-a) komt tot de conclusie dat de analyse van HS geen hout snijdt. Wel wijst de analyse van HS er met recht op dat, als het tekort op de lopende rekening wordt gecorrigeerd voor de totale netto-opbrengst van het buitenlandse vermogen, het beeld minder slecht is dan men op grond van uitsluitend het verloop van het lopende rekeningtekort zou concluderen. Dit zal naar voren komen in hoofdstuk 7, waarin de vermogensmutaties in de betalingsbalans worden geïntegreerd. De externe positie van de VS is dan ook sterker, of zo men wil minder zwak, dan alleen op basis van de betalingsbalansstatistieken zou worden verwacht. Toch kan ook na deze correctie niet worden ontkomen aan de conclusie dat de Amerikaanse externe positie trendmatig verslechtert [Boonstra 2007-b].

In de slotbeschouwing in hoofdstuk 8 zal alsnog nader op de analyse van HS worden ingegaan. Deze heeft in het debat de nodig aandacht gekregen, verder hebben zij hun analyse inmiddels uitgebreid tot een grotere groep landen [Gros (2006), Buiten (2006-a), Hausmann & Sturzenegger (2007)]. Er valt echter ook methodologisch het nodige op hun benadering af te dingen. In hoofdstuk 8 wordt de 'dark matter' benadering vergeleken met de in hoofdstuk 7 van deze studie gepresenteerde nieuwe vermogensopstelling van de betalingsbalans.

Overigens is Daniel Gros (2006) van mening dat de externe positie van de VS niet beter, maar juist slechter is dan de statistieken aangeven. Hij wijst er op, dat het vanwege de relatief hoge tarieven van de Amerikaanse vennootschapsbelasting voor buitenlandse investeerders in de VS niet gunstig is om hun winst in de VS te laten neerslaan. In de Verenigde Staten actieve buitenlandse bedrijven rapporteren daar dan ook nauwelijks ingehouden winsten. Zij houden hun in de VS behaalde winst bij voorkeur zo laag mogelijk. Dit doen zij niet via zogeheten 'transfer pricing', maar door kunstmatig hoog gehouden afschrijvingen, met name ook die van goodwill. Amerikaanse bedrijven daarentegen rapporteren grootschalig ingehouden winsten in het buitenland. Die worden in de VS niet belast op het moment van rapportage, maar op het moment van repatriëring. Gros wijst erop, dat als de inkomstenrekening van de Amerikaanse betalingsbalans wordt geschoond voor de ingehouden winsten (waardoor deze bij de categorie directe investeringen alleen de feitelijk overgeboekte winstbedragen bevat), deze rekening meestal een stevig tekort laat zien. Ook stelt hij dat de waarde van buitenlandse investeringen in de VS stelselmatig wordt onderschat. Hij vermoedt dat de netto vermogenspositie van de VS maar liefst \$ 1.000 miljard slechter is dan de statistieken aangeven [Gros (2006)].

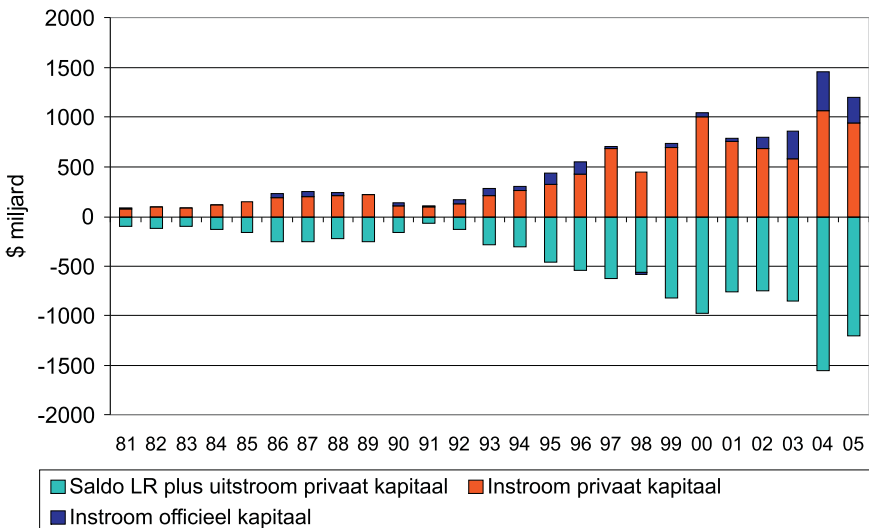
Gevolgen voor de dollar: Bretton Woods-II?

Uit de bovenstaande analyse komt naar voren dat de Verenigde Staten de negatieve gevolgen van de zwakke betalingsbalanspositie voor een niet onaanzienlijk deel weten te compenseren door verhoudingsgewijs hoge rendementen op hun buitenlandse bezittingen. Hierdoor is de schade voor de externe vermogenspositie tot dusver relatief beperkt gebleven, al is deze desondanks wel aan een gestage verslechtering onderhevig.

De in het buitenland behaalde vermogenswinsten van beleggers en investeerders uit de Verenigde Staten worden vanzelfsprekend weerspiegeld in vermogensverliezen elders in de wereld. Zoals al is gebleken bij de analyse in hoofdstuk 4 zijn het met name landen met een sterke betalingsbalans en dito munt die een deel van hun overschotten in het lopende verkeer weer zien verdampen als gevolg van waarderings-effecten uit hoofde van valuta-effect, samenstellingseffect en prestatie-effect.

Op basis van de ervaringen in het verleden mag worden verwacht dat ook in de toekomst buitenlandse vorderingen op de Verenigde Staten relatief slecht zullen renderen. Deze verwachting is, naast het valuta-effect, gestoeld op de nadruk op relatief laag renderende obligaties in de buitenlandse passiva van de Verenigde Staten (samenstellingseffect). Toch blijft de wereld noest doorsparen om haar surplusmiddelen in het zwarte gat van de VS te laten verdwijnen. Wat daarbij opvalt is dat een steeds belangrijker rol wordt gespeeld door centrale banken. Deze nemen, zoals reeds eerder opgemerkt, bij vlagen een aanzienlijk deel van de financiering van het Amerikaanse externe tekort voor hun rekening. Met name in periodes van dollarzwakte, als de instroom van particulier kapitaal in de Verenigde Staten wat hapert, vullen dollaraanpakken door centrale banken het gat.

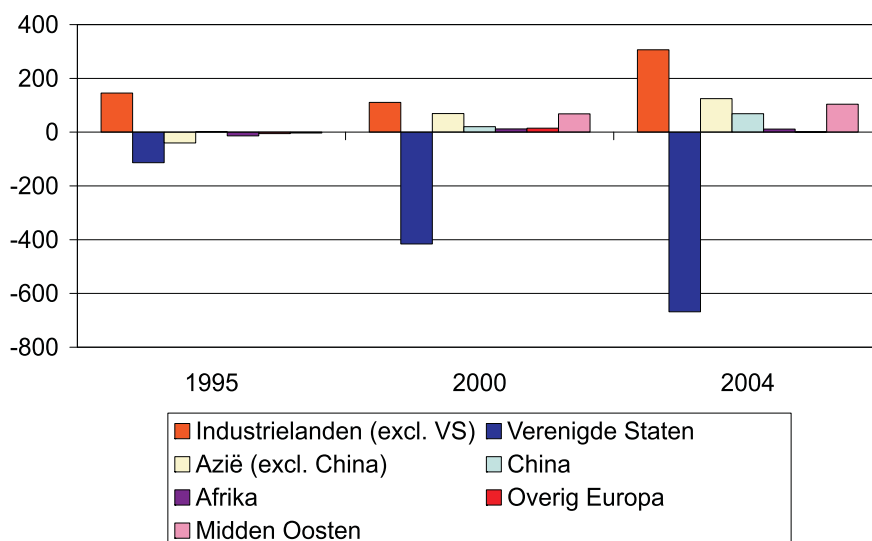
Grafiek 5.12 samenstelling kapitaal- en uitvoer Verenigde Staten (1981 – 2005)



Bron: berekend op basis van data BEA, juli 2007

Deze ontwikkeling staat geïllustreerd in grafiek 5.12. Daaruit blijkt dat in jaren waarin de dollar zwak is, zoals 2003 en 2004, de instroom van officieel kapitaal verhoudingsgewijs groot is. Dezelfde ontwikkeling deed zich overigens ook voor in 2006 (niet in grafiek). Dit leidt ertoe dat de betrokken centrale banken in toenemende mate vorderingen op de VS opbouwen, vooral overheidsobligaties. Het geregistreerde bezit aan Amerikaanse overheidsobligaties ("Treasuries") in handen van buitenlandse overheden en centrale banken is tussen 2000 en 2005 opgelopen van \$ 756 miljard naar circa \$ 1725 miljard. Het bezit van buitenlandse particuliere beleggers is aanmerkelijk minder gestegen (van \$ 382 miljard naar \$ 644 miljard) [BEA, juli 2007]. Tegelijkertijd lijken Amerikaanse beleggers hun bezit aan Amerikaanse overheidsobligaties zelfs af te bouwen [Roubini & Setser (2005), p. 7].

Grafiek 5.13: mondiale lopende rekeningsaldi (1995, 2000 en 2004)



Bron: IMF, november 2007

Zoals blijkt uit grafiek 5.13 zijn de lopende rekeningsaldi in de loop der tijd steeds onevenwichtiger over de landen verdeeld: de VS kennen een massief tekort en de meeste andere landen in de wereld hebben een overschot op de lopende rekening. Overigens is hier ook reeds op gewezen door Bernanke (2005), die met name de rol benadrukt die zich ontwikkelende landen hierbij spelen. Meer recent spelen de olieproducerende landen hierbij een rol van betekenis [Higgins et al. (2006)].

Volgens Bernanke gaat het niet zozeer om een Amerikaans spaartekort, maar is er sprake van een "global savings glut". De vraag of het tekort van de VS de oorzaak van deze situatie is, of dat het Amerikaanse tekort juist het gevolg is van een uit de hand gelopen spaarneiging elders in de wereld is echter weinig relevant. Immers, ieder willekeurig land in de wereld was bij een vergelijkbare externe tekortontwikkeling al in een veel eerder stadium geconfronteerd met de gevolgen: een valutacrisis. Of de

buitenlandse crediteuren hadden het land in kwestie gedwongen om in vreemde valuta te gaan lenen, waardoor het land een sterke impuls had gekregen om orde op zaken te stellen teneinde de buitenlandse schuld hanteerbaar te houden. Een andere innovatieve benadering (die aansluit op Bernanke) is die van Caballero (2006), die wijst op wat hij aanduidt als de global asset shortages. Emerging markets hebben behoefte aan degelijke financiële activa maar die kunnen zij, vanwege hun nog onderontwikkelde financiële markten, zelf nog niet in voldoende mate genereren. Daarom zoeken hun besparingen een uitweg naar het buitenland. Net als de dark matter benadering overtuigt ook zijn analyse niet [De Jong & Kamalodin (2008) te verschijnen].

De enige oorzaak waarom de VS kunnen doorgaan met het aaneenrijgen van een reeks van ongekende tekorten is gelegen in het feit dat de dollar nog altijd de anker-munt van het mondiale monetaire stelsel is. Hierbij spelen vooral de centrale banken in Azië een hoofdrol. Zij bouwen in sneltreinvaart dollarreserves op, teneinde tegen te gaan dat de wisselkoers van hun valuta's oploopt tegenover de Amerikaanse dollar. Volgens Dooley (2003) doen zij dit in een poging hun valuta ondergewaardeerd te houden om op deze wijze hun economische ontwikkeling via hun snel groeiende exportsector te stimuleren.

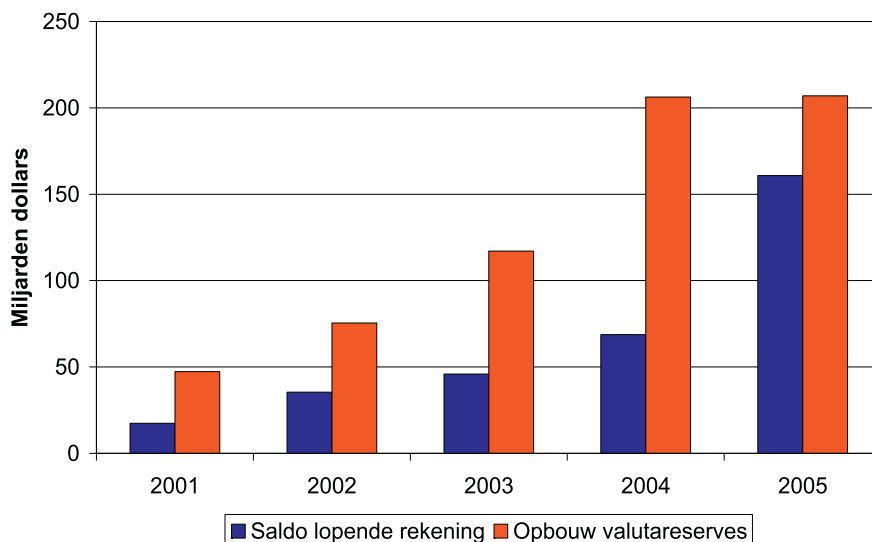
China zou hierbij voorop lopen. Dat land zit midden in een ingrijpend transformatieproces, waarbij honderden miljoenen mensen die nu nog laagwaardig werk verrichten in de agrarische sector en de overheidssector een baan in de marktsector moeten zien te vinden. Volgens Dooley is deze situatie, die hij aanduidt als Bretton Woods-II, inherent stabiel. Hij gaat er vanuit dat voor China de afweging ligt tussen enerzijds het opbouwen van dollarreserves als "prijs" van de ontwikkeling en aan de andere kant een appreciatie van de yuan renminbi ten koste van de economische groei. Volgens hem zal deze gang van zaken er nog zeker een generatie lang toe leiden dat dit 'wisselkoersstelsel' intact blijft. Sociale stabiliteit is immers vanuit Chinese optiek het allerbelangrijkste.

Op het voorgaande valt overigens wel het een en ander af te dingen. Zo is het niet goed mogelijk om een evenwichtskoers voor de yuan renmimbi te berekenen. Schattingen van de mate van onderwaardering van de yuan variëren van 0% tot 50% [Jen (2005), Koivu (2005)]. Ook is het nog maar de vraag in hoeverre een duurdere yuan de Chinese economische groei per saldo zou schaden. Een appreciatie zou maar voor een deel in de exportprijzen doorwerken, omdat de Chinese uitvoer zelf een vrij hoge importquote kent. Een min of meer zwevende munt zou de Chinese centrale bank tevens meer vrijheidsgraden verschaffen in haar monetaire beleid. Ook kan dan op een meer marktconforme wijze dan vandaag de dag gebeurt het bankwezen op orde worden gebracht.

Anderen achten de huidige situatie sowieso niet stabiel [Roubini & Setzer (2004), (2005), Obstfeld & Rogoff (2004), Buiters (2006-a), The Economist (2004), (2007)]. De Chinese opstelling betekent in feite, dat zij de Amerikanen onbeperkt krediet verlenen zolang deze maar Chinese producten blijven afnemen. Het tempo van opbouw van dollarreserves door de Chinese centrale bank ligt daarbij zelf duidelijk hoger dan het overschot op de Chinese lopende rekening (grafiek 5.14). Dit wordt mede veroorzaakt doordat China niet alleen een fors overschot in het lopende verkeer heeft, maar

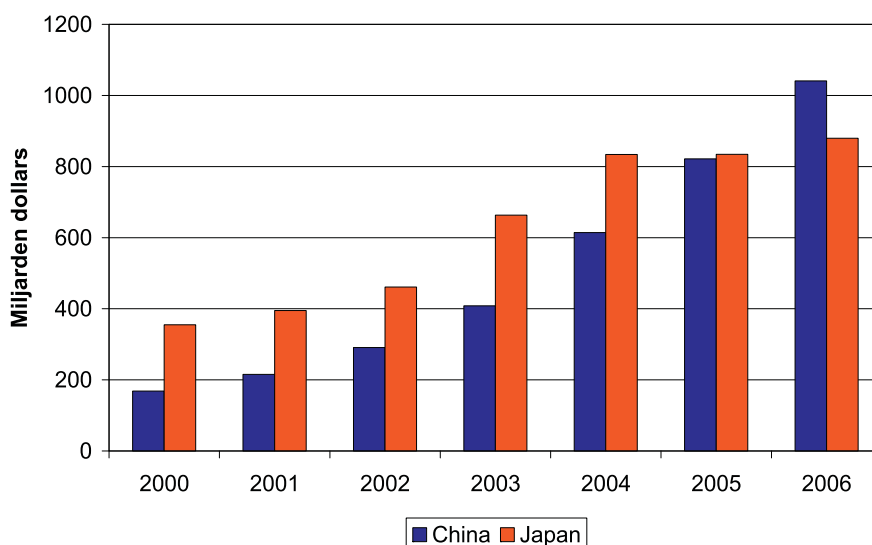
daar boven ook nog eens veel buitenlands investerings- en beleggingskapitaal aantrekt. Eind 2006 was de Chinese voorraad reserves (exclusief goud) opgelopen tot meer dan \$ 1.070 miljard.

Grafiek 5.14: China, overschot lopende rekening en opbouw reserves (2001 – 2005)



Bron: IMF

Grafiek 5.15: officiële reserves China en Japan (2000 – 2005)



Bron: IMF

Hoewel in het debat de aandacht zich sterk richt op China, zijn er meer landen die in hoog tempo reserves opbouwen. Dit blijkt uit grafiek 5.15, waarin de officiële reserves van China met die van Japan worden vergeleken. Ook Japan heeft zeer forse deviezenvoorraden, die voor een groot deel uit Amerikaanse dollars bestaan.

De dag dat de Chinese centrale bank zou ophouden met het opkopen van dollars ter compensatie van hun betalingsbalansoverschotten zal de Amerikaanse valuta aan een verdere depreciatie beginnen. Dit zal leiden tot een fors vermogensverlies op de Chinese deviezenreserves. Dit verlies kan oplopen tot ruim 10% van het Chinese BBP, maar wordt daarbij groter naarmate de huidige situatie langer voortduurt.

Overigens zijn de Chinese beleidsmakers al wel bezig met een geleidelijke beleidsommezwaai. Zo werd in maart 2007 duidelijk dat men de valutareserves professioneler wil gaan beheren, met als oogmerk het rendement erop te vergroten [Het Financieele Dagblad (10 maart 2007)]. Daarbij heeft het land een State Investment Company opgericht met een te beleggen vermogen van circa \$ 200 miljard. Vooral nog bestaat de indruk dat men in eerste instantie binnen het dollardomein het accent wil verleggen van Amerikaanse staatsobligaties naar hoger renderende activa, zoals bedrijfsobligaties en aandelen. Door middel van een hoger rendement op dollars hoopt men de verwachte valutaverliezen te compenseren. Wellicht zal men ook langzaam maar zeker proberen het accent in de deviezenvoorraad te verleggen van dollars naar andere valuta, zoals de euro. Dit zal men met de nodige terughoudendheid moeten doen, anders komt de depreciatie van de dollar in een stroomversnelling. Dat is zoals gezegd voor China in meerdere opzichten niet gunstig.

Een tweede bron van instabiliteit is gelegen in de gevolgen die de huidige situatie heeft voor de Amerikaanse economie. De overwaardering van de dollar en de daaruit volgende grote tekorten in de buitenlandse handel hebben diepe sporen in de Amerikaanse exportsector getrokken. Dit betekent dat het aanpassingsproces te zijner tijd pijnlijk zal zijn. Dit neemt niet weg dat het Amerikaanse tekort op de lopende rekening sinds medio 2007 sterk afneemt. De Amerikaanse uitvoer reageert sterk op de goedkope dollar, terwijl een vertraging bij de binnenlandse bestedingen de uitvoergroei afremt. Nu al ziet men de politieke weerstand tegen de huidige situatie in de VS toenemen. Voor de Amerikaanse regering is de afweging tussen Amerikaanse politieke rust binnen de Verenigde Staten versus de sociale stabiliteit in China waarschijnlijk ook een eenvoudige.

Overigens is het zoals gezegd lang niet zeker dat een duidelijke appreciatie van de yuan renmimbi tegenover de Amerikaanse dollar het tekort op de Amerikaanse lopende rekening zal doen verdwijnen. Vanwege de eerder genoemde hoge importquote van Chinese exportproducten werkt een appreciatie van de Chinese munt maar voor een klein deel door in de prijzen van Chinese exportproducten. Verder is de kans groot dat de vraag van de VS zich in reactie op een duurder China zal gaan verleggen naar producenten in nog goedkopere landen. Hier valt overigens een parallel te trekken met de Amerikaanse houding ten opzichte van Japan in de jaren '80 van de 20e eeuw. Ook toen ontstond stevige politieke druk, in reactie waarop Japan besloot tot 'vrijwillige' exportbeperkingen. De Japanse yen apprecieerde tussen 1984 en 1988 (net als overigens andere sterke munten als mark en gulden) scherp ten opzichte

van de dollar. De Japanse overschotten in het lopende verkeer werden weliswaar wat lager, maar bleven tot de grootste ter wereld behoren. De 'global imbalances' van de jaren '80 van de 20e eeuw worden nader besproken in hoofdstuk 7.

Ten derde moet worden verwacht dat ook de EU steeds meer problemen zal krijgen met wat vanuit Europa wordt gezien als oneerlijke concurrentie vanuit China. Zeker als de dollar verder aan waarde verliest tegenover de euro en als daarbij de Aziatische valuta's min of meer aan de dollar gekoppeld blijven neemt de kans toe op protectionistische maatregelen teneinde de invoer vanuit vooral China af te remmen [Roubini & Setser (2005)].

Dus zelfs als China bereid is om de huidige situatie lang te laten voortduren waarbij het steeds verder oplopende potentiële verlies op de valutareserves op de koop toe wordt genomen, dan nog is de kans groot dat politieke acties van Amerikaanse of Europese zijde het evenwicht zullen verstoren. Of het in 2005 door China ingezette wisselkoersbeleid, waarbij men de yuan renminbi geleidelijk laat oplopen tegenover de dollar, voldoende zal zijn om aan de buitenlandse druk tegemoet te komen zal de tijd moeten leren.

De opkomst van de olie-exporteurs

Meer recent hebben de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden een nieuwe impuls gekregen als gevolg van de snelle stijging van de olieprijs. Deze is, na een geleidelijke stijging in 2003, sedert begin 2004 aan een indrukwekkende opmars begonnen. De olieprijs (WTI) bereikte in november 2007 een recordhoogte van meer dan \$ 95 per vat. Dit heeft geresulteerd in een enorme stijging van de waarde van de olie-uitvoer van de olie exporterende landen. Deze is opgelopen van \$ 299 miljard in 2002 tot naar schatting circa \$ 970 miljard in 2006 [Higgins et. al. (2006)]. De extra inkomsten uit olie-export zijn voor ongeveer de helft neergeslagen in additionele invoer, de andere helft komt tot uiting in een scherpe toename van hun overschot op de lopende rekening. Higgins et. al (2006) schatten dat hun cumulatieve lopende rekening overschot in de jaren 2003 – 2006 circa \$ 1310 miljard bedraagt. Dit is volgens hen voor ongeveer 25% direct, en voor de rest indirect (via de tussenkomst van financiële centra elders) naar de Verenigde Staten gestroomd ter financiering van het Amerikaanse spaartekort. Dit is ongeveer de helft van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening in die jaren. Daarmee hebben olie exporterende landen, al of niet tijdelijk, de rol van de Aziatische landen als belangrijkste financier van de Verenigde Staten overgenomen.

Nu mag worden verwacht dat, als de olieprijs op een hoog niveau blijft, de invoer van deze landen de komende jaren verder zal oplopen. Deze extra vraag zal voor een deel ook neerslaan in de Verenigde Staten, al hebben de Amerikanen tot dusver beneden gemiddeld geprofiteerd van de aantrekkende invoer van de olie exporterende landen. Dit kan worden afgelezen aan het feit dat de lopende rekeningssaldi van de andere olie importerende landen in de jaren 2003 – 2006 aanmerkelijk minder sterk zijn verslechterd dan dat van de Verenigde Staten. Wellicht dat politieke motieven, i.c. de oorlog in Iraq, ertoe hebben geleid dat de VS in het Midden Oosten wat uit de gratie zijn geraakt.

Doordat een groter deel van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening wordt veroorzaakt door de hogere olieprijs zou men mogen verwachten dat de aandacht van de Amerikanen voor China wat zou verslappen. De groep olie exporterende landen is echter nogal groot en divers. Daardoor is het bilaterale handelstekort met China nog steeds op afstand het grootste individuele bilaterale handelstekort van de Amerikanen. Verder beseffen de Amerikanen goed dat zij, in tegenstelling tot veel geïmporteerde Chinese producten, sterk afhankelijk zijn van de invoer van ruwe olie, zelfs vanuit landen met vijandig gezinde regimes zoals Venezuela.

Tot besluit: einde van het dollartijdperk?

Het gat tussen de cumulatieve tekorten op de lopende rekening en de mutatie in de netto buitenlandse vermogenspositie van de Verenigde Staten kan worden herleid tot verschillen in rendementen op respectievelijk buitenlandse activa en passiva. Men hoeft dan ook niet zoals HS terug te grijpen op “zwarte materie” om de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van de Verenigde Staten te kunnen bevatten.

De wisselkoers speelt een belangrijke rol als verklaring voor de relatief hoge rendementen die de Amerikanen in het buitenland halen, maar de samenstelling van respectievelijk de buitenlandse activa en passiva is eveneens van belang. In alle serieuze analyses komt het beeld naar voren van een gestaag verslechterende Amerikaanse externe vermogenspositie, zij het dat deze minder snel erodeert dan men op grond van de lopende rekeningtekorten zou verwachten. Gros (2006) stelt zoals gezegd als enige dat de externe vermogenspositie beduidend slechter is dan dat deze uit de statistieken naar voren komt.

Wat betekent dit alles voor de vooruitzichten van de dollar? Vanuit het gezichtspunt van de Verenigde Staten lijkt er op het eerste gezicht niet zoveel aan de hand te zijn. Zolang de wereld bereid is dollars te accepteren kunnen de Verenigde Staten hun importgoederen voor een groot deel vanuit de ‘seigniorage’ op de creatie van dollars bekostigen. De Amerikanen hebben op het eerste gezicht dan ook weinig reden om hun betalingsbalans op orde te brengen. Eerder ligt het in de lijn der verwachtingen dat zij de dollar trendmatig verder zullen laten dalen. Daarmee kunnen zij hun externe vermogenspositie op orde brengen, ook als de lagere dollar niet zou bijdragen tot een omslag op de lopende rekening van de betalingsbalans. Zoals blijkt uit de ontwikkeling in de jaren 2002 – 2005 kunnen de VS hun externe vermogenspositie dankzij een verdere dollardepreciatie min of meer stabiliseren, ondanks een verder groeiend tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Een gestage verdere dollardepreciatie lijkt dan ook de aangewezen weg. Daarbij zullen bij tijd en wijle aanzienlijke interventies van centrale banken nodig zijn. Als de perceptie in de markt postvat dat de dollar nog een stevige depreciatie voor de boeg heeft en dat ieder opwaarts potentieel vooralsnog ontbreekt dan moet worden gevreesd dat particuliere beleggers zich massaal uit de Amerikaanse munt zullen terugtrekken.

Toch zijn er krachten actief die een beheerste afwikkeling van de huidige mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden via geleidelijke valutaire aanpassingen kunnen verstoren. Ten eerste mag worden verwacht dat binnen de VS de irritatie over de wat

men beschouwt als oneerlijke concurrentie vanuit China zal toenemen. Ten tweede dreigen ook vanuit de EU protectionistische maatregelen als de Chinese uitvoerstream blijft toenemen. Dit alles kan leiden tot toenemende druk op China om de yuan renminbi substantieel en vooral sneller te laten appreciëren.

Ten derde valt niet uit te sluiten dat de Chinezen, als zij een sneller dan vanuit hun optiek wenselijke appreciatie van de renminbi onontkoombaar achten, deze niet meer al te lang zullen willen uitstellen. Immers, hoe langer de huidige situatie voortduurt, des te omvangrijker zijn de Chinese reserves opgelopen en des te groter zal het vermogensverlies zijn dat China hierop bij een snelle dollardaling zal incasseren. Een versnelling in het appreciatietempo van de yuan renminbi ligt voor de hand.

Overigens zijn er ook elders in de wereld krachten actief die de rol van de dollar ondermijnen. Als de rest van de wereld weigert om de dollar voortaan als internationale sleutelvaluta te accepteren kunnen de VS acuut in de problemen komen. Een scherpe koersdaling, rentestijging en een Amerikaanse recessie liggen dan in de lijn der verwachtingen.

De kans dat dit op korte termijn gaat gebeuren is evenwel niet groot. Er is immers nog geen goed alternatief voor de dollar als internationale ankerpunt. Uit het verleden, zoals de episodes van de Gouden Standaard en de Hollandse Gouden Eeuw, kan worden geleerd dat een munt zich pas kan ontpoppen tot een wereldmunt als het land waartoe de munt behoort aan een aantal belangrijke voorwaarden voldoet. Altijd gaat het daarbij om een combinatie van financiële, economische, militaire en politieke factoren. Als een land op al deze terreinen dominant is, is zijn munt een logische kandidaat om de rol van wereldvaluta op zich te nemen. Hoewel de Amerikaanse economie en daarmee de positie van de dollar in veel opzichten onder druk staat, is het land in veel opzichten nog steeds prominenter dan zijn concurrenten. De eurozone heeft inmiddels een qua omvang en ontwikkeling een vergelijkbare economie als de VS en is een groter handelsblok. Daar staat tegenover dat het politieke en zeker het militaire gewicht van de EU aanmerkelijk kleiner is. China steekt militair, politiek en als exporteur de VS weliswaar naar de kroon, maar bevindt zich economisch nog in een ontwikkelingsfase, terwijl het financiële stelsel nog strak wordt gereguleerd.

Dit gezegd hebbend, moet er op worden gewezen dat er wel degelijk belangrijke nieuwe ontwikkelingen gaande zijn, met name in het Midden Oosten. Een aantal belangrijke olie exporterende landen, verenigd in de Gulf Cooperation Council (GCC), treft op dit moment voorbereidingen om in 2010 een gemeenschappelijke munt in te voeren [De Milliano (2007)]. Het betreft Saudi Arabië, Verenigde Arabische Emiraten, Dubai, Bahrain, Kuwait, Oman en Qatar. Op dit moment hebben deze landen alle nog een munt die vast is gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. Hun uitvoer van olie wordt, net als overigens die van de andere olie exporterende landen, geheel in Amerikaanse dollars afgewikkeld. Zouden deze landen een gemeenschappelijke munt invoeren die minder eenzijdig op de dollar is gericht, bijvoorbeeld door deze te managen aan de hand van een valutamand met daarin ook de euro, de Japanse yen en misschien ook wel de yuan renminbi, en zouden zij hun buitenlandse handel in de nieuwe eigen munt willen afhandelen, dan kan het mondiale belang van deze valuta het economisch gewicht van de GCC verre overstijgen. De kans bestaat, dat ook

andere energie-exporteurs de nieuwe munt gaan gebruiken. Mocht dit gebeuren dan kan dit leiden tot een forse afname van het belang van de Amerikaanse dollar als internationale ankerpunt. In dat geval gaat de wereldeconomie een fase in waarin geen dominante ankerpunt meer voorhanden is.

Zover is het echter nog niet. Want hoewel op grond van de analyse in dit hoofdstuk mag worden verwacht, dat de Amerikaanse dollar de komende jaren geleidelijk verder aan waarde zal inboeten tegenover de andere belangrijke valuta's, hoeft de munt zijn speciale positie in het mondiale monetaire stelsel hierdoor zeker op korte termijn niet te verliezen.

Hoofdstuk 6

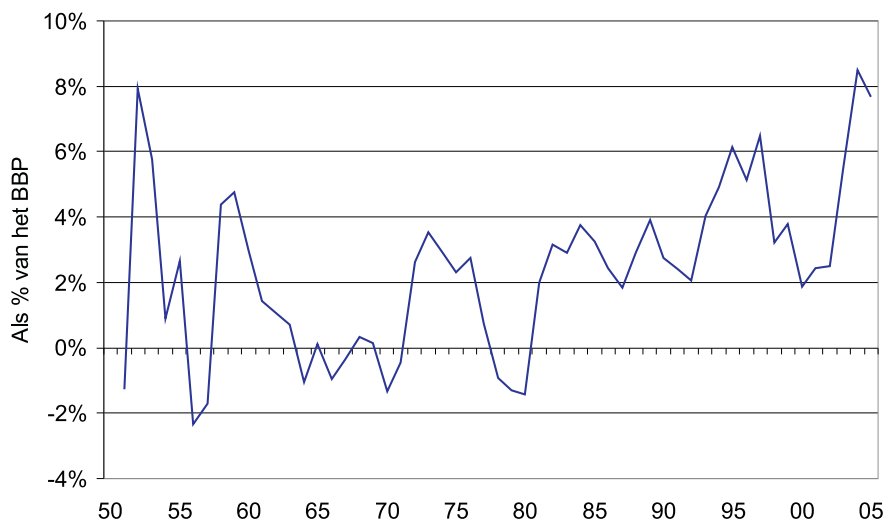
Nederland: de casus van het ‘zwarte gat’

Nederland, land van spaaroverschotten

Nederland heeft een zeer open economie. Om deze stelling te staven wordt vaak gewezen op de hoge in- en uitvoerquotes. Deze behoren van oudsher tot de hoogste ter wereld. De openheid van de Nederlandse economie komt echter ook tot uiting in een zeer omvangrijk grensoverschrijdend kapitaalverkeer. Ook dit is een oude traditie, die eeuwen teruggaat in de tijd [Van Nieuwkerk (2005)]. De laatste decennia is echter sprake een stroomversnelling. Deze heeft geresulteerd in externe activa en passiva die, zoals in hoofdstuk 1 geïllustreerd, zowel absoluut als relatief tot de hoogste ter wereld behoren.

Een tweede kenmerk van de Nederlandse economie is het hoge niveau aan (geïstitutionaliseerde) besparingen. Deze zijn het gevolg van de goed ontwikkelde pensioenindustrie. Zij dragen bij aan een hoog nationaal spaaroverschot. Bikker (1994) schat dat circa 40% van dit spaaroverschot kan worden teruggevoerd op de pensioenbesparingen. Sinds de Tweede Wereldoorlog kent ons land in vrijwel ieder jaar grote overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Het meest recente tekort dateert van 1980 (grafiek 6.1).

Grafiek 6.1: het saldo op de lopende rekening (1951–2005)



Bron: DNB, CBS, juli 2007

Ondanks het structurele spaaroverschot rapporteert De Nederlandsche bank (DNB) nu al geruime tijd dat Nederland niet of nauwelijks een substantiële netto externe actiefpositie heeft. Hoewel dit fenomeen al vele jaren bekend is, wordt het door beleidsmakers veelal afgedaan als een statistische aberratie. Zo stelt het CPB in zijn uitvoerige vergrijzingsstudie van voorjaar 2006 expliciet, dat de verschillen tussen de door DNB gerapporteerde externe vermogenspositie en de cumulatieve saldi op de lopende rekening vooral moeten worden toegeschreven aan registratieproblemen. Het was overigens één van zijn eigen medewerkers, die in een vroeg stadium het ‘zwarte gat van Nederland’ heeft opgemerkt [Kusters (1997), (1998)].

Toch wijst ook het Planbureau wel degelijk op wat het noemt de “ongelukkige hand” van Nederlandse beleggers en investeerders in het buitenland. Naar de toekomst toe rekent het CPB in zijn vergrijzingsscenario’s evenwel met een toename van de Nederlandse netto actiefpositie die gelijk is aan de som van de lopende rekeningsaldi. Daarbij hanteert het een jaarlijks rendement op de aldus opgebouwde activa van 3% [Van Ewijk et al. (2006)]. Uit de studie van het CPB kan overigens niet worden opgemaakt of dit rendement op het externe vermogen al zit opgesloten in het geraamde saldo op de lopende rekening of niet.

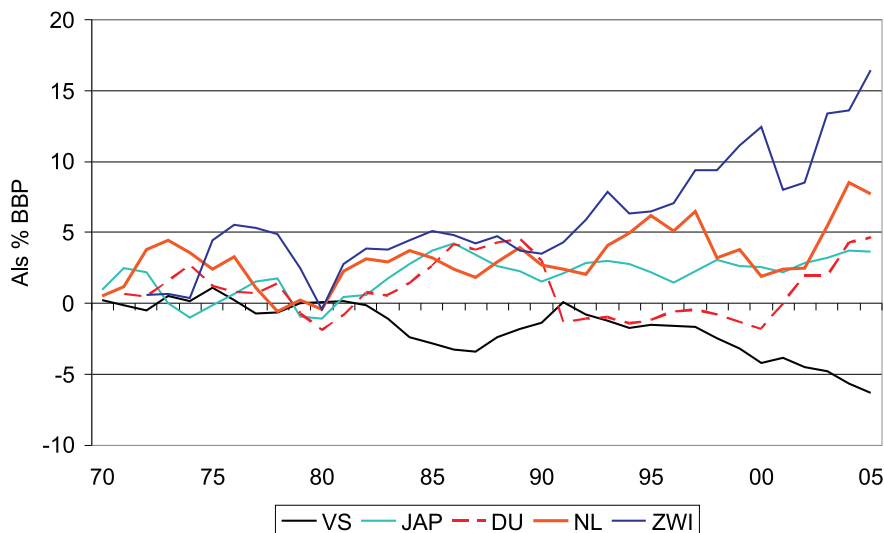
In dit hoofdstuk wordt dit zwarte gat nader geanalyseerd, met gebruik van het in hoofdstuk 3 geïntroduceerde begrippenapparaat.

Het zwarte gat

Nederland is een goed voorbeeld van een land waarvan de ontwikkeling van de externe positie niet meer wordt gedomineerd door het saldo op de lopende rekening, maar vooral door de rendementen op het externe vermogen. De oorzaak daarvoor is gelegen in het feit, dat ons land vanwege zijn sterke internationale oriëntatie in de loop der tijd enorme buitenlandse activa heeft opgebouwd, maar tegelijkertijd ook altijd veel buitenlands kapitaal heeft aangetrokken [Van Nieuwkerk (2005), Sparling (2002)].

Zoals gezegd vertoont de Nederlandse lopende rekening een structureel overschot. Het cumulatieve overschot sinds de Tweede Wereldoorlog bedraagt ruim € 325 miljard. Als percentage van het BBP behoort het Nederlandse lopende rekeningoverschot sinds de jaren '80 tot de hoogste ter wereld (grafiek 6.2).

Grafiek 6.2: het Nederlandse lopende rekeningssaldo in internationaal perspectief (1970 – 2005)

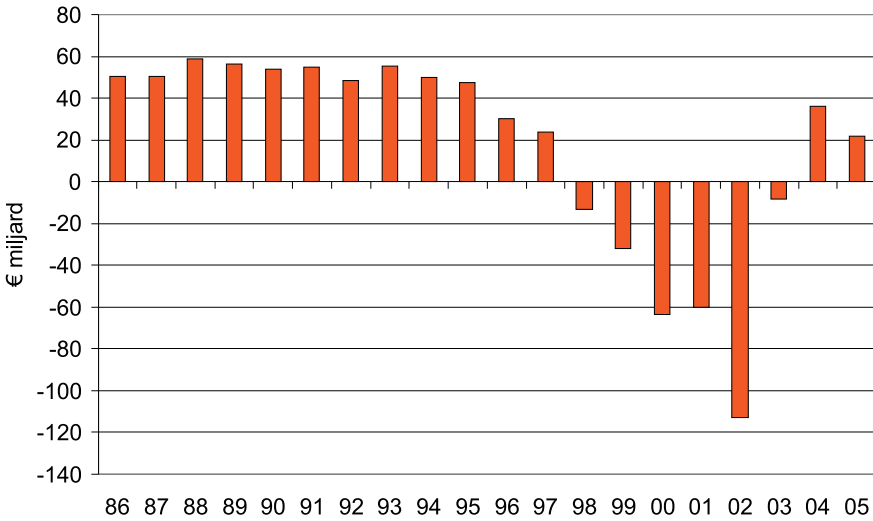


Bron: OECD, juli 2007

Op grond van deze structurele overschotten zou men verwachten dat Nederland een forse netto extern actiefpositie heeft. Het gecumuleerde overschot sinds de oorlog, de eerder genoemde € 325 miljard, is immers gelijk aan ruim 60% van het BBP in 2005. Daarbij is dan nog volledig afgezien van eventuele in het buitenland behaalde netto vermogenswinsten.

De statistieken van DNB vertellen zoals gezegd een ander verhaal. In juli 2007 rapporteert de centrale bank voor 2005 een netto actief positie van circa € 22 miljard. Dat is gelijk aan ruim 4% van het BBP, in dezelfde orde van grootte als de in dit tijdvak jaarlijks behaalde overschotten op de lopende rekening. Ook als naar de ontwikkeling in de tijd wordt gekeken blijkt een verrassend beeld. Tussen eind 1986 (het eerste jaar waarover een volledige vermogensrapportage beschikbaar is) en eind 2005 is de Nederlandse netto externe vermogenspositie volgens DNB per saldo verslechterd. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van grafiek 6.3.

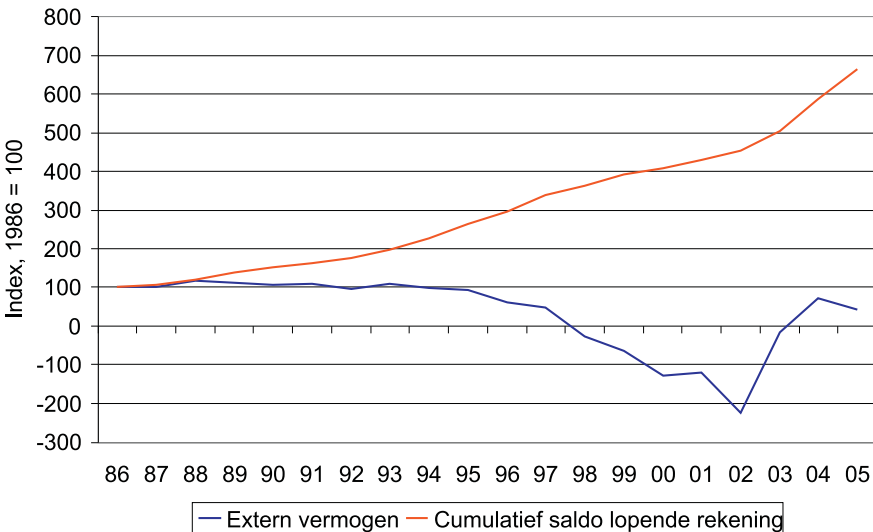
Grafiek 6.3: de Nederlandse netto externe vermogenspositie (1987 – 2005)



Bron: DNB, juli 2007

In grafiek 6.4 staan het netto externe vermogen van Nederland en de cumulatieve lopende rekeningssaldi weergegeven, beide in de vorm van indexcijfers, eind 1986 = 100.

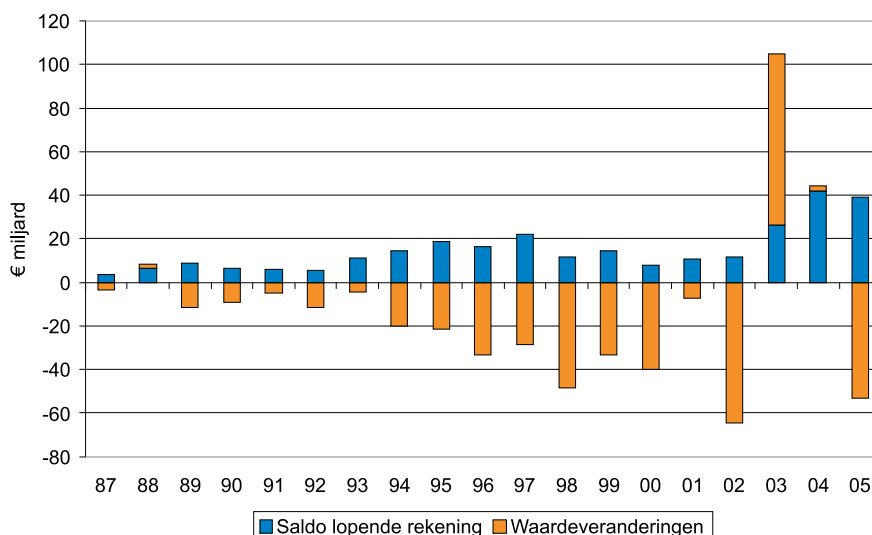
Grafiek 6.4: ontwikkeling externe vermogenspositie versus cumulatief overschot lopende rekening (1986-2005)



Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Grafiek 6.5 geeft vervolgens de jaarlijkse ontwikkeling van het Nederlandse netto externe vermogen weer, in € miljard, voor de jaren 1987 – 2005. Deze verandering is berekend als het verschil tussen de standen in de netto externe vermogenspositie, zoals die door DNB in haar vermogensstatistieken wordt gerapporteerd. Overigens bevat de website van DNB sedert april 2007 ook de data over 2006. Aangezien de ervaring leert dat deze data waarschijnlijk nog substantieel worden aangepast, is de analyse desondanks toch beperkt tot en met het jaar 2005. In de figuur is vervolgens de jaarlijkse mutatie in de netto externe vermogenspositie uitgesplitst in het saldo op de lopende rekening en de ‘overige’ effecten, waarbij de laatste post is berekend als restpost. In de post ‘overig’ zitten derhalve alle eerder in hoofdstuk 3 besproken vermogenseffecten besloten. Uit de grafiek blijkt, dat deze vermogensmutaties in de loop der tijd steeds zwaarder zijn gaan doorwerken. De verklaring hiervan is overigens eenvoudig. Zowel de bruto externe activa als de externe passiva van Nederland bedroegen eind 2005 meer dan 400% van het BBP. Daardoor is de omvang van vermogenseffecten op de externe activa en passiva in verhouding tot het saldo op de lopende rekening sterk gegroeid.

Grafiek 6.5: de verandering in het Nederlandse vermogen uitgesplitst (1987 – 2005)



Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Het grensoverschrijdende kapitaalverkeer

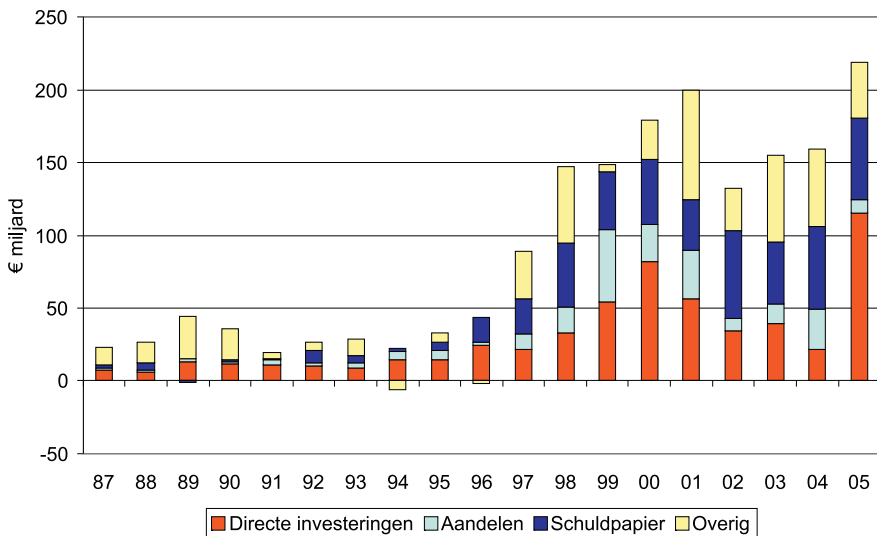
Het grensoverschrijdende kapitaalverkeer heeft de afgelopen jaren zoals gezegd een enorme vlucht genomen. In de eerste decennia na de oorlog was dit kapitaalverkeer bescheiden van omvang. Dit werd allereerst veroorzaakt door beperkingen in het internationale kapitaalverkeer. Na het einde van de oorlog in 1945 waren de valuta's van de Europese landen niet convertibel. Veel internationale handel voltrok zich zodoende nog op een bilaterale basis. Pas vanaf 1958 werd de gulden, de Nederlandse

voorloper van de euro, convertibel. Beperkingen op het internationale kapitaalverkeer bleven tot in de jaren '80, en in sommige gevallen zelfs begin jaren '90 in stand. Wel was ons land één van de eerste landen die hun grensoverschrijdende financiële verkeer volledig hadden geliberaliseerd.

Mede hierdoor bleef het grensoverschrijdende financiële verkeer tot in de jaren '90 vooral beperkt tot directe investeringen en overig verkeer (vooral handelsfinanciering en interbancair verkeer). Daarnaast was sprake van een bescheiden beleggingsverkeer in obligaties.

Vanaf het midden van de jaren '90 is het grensoverschrijdende kapitaalverkeer geëxplodeerd. Zowel de in- als de uitstroom van directe investeringen namen ongeënde proporties aan. Hetzelfde geldt voor de beleggingsstromen in aandelen en obligaties. Deze ontwikkeling is geïllustreerd in grafieken 6.6 en 6.7.

Grafiek 6.6: financiële rekening: uitstroom (opbouw activa) (1987 – 2005)

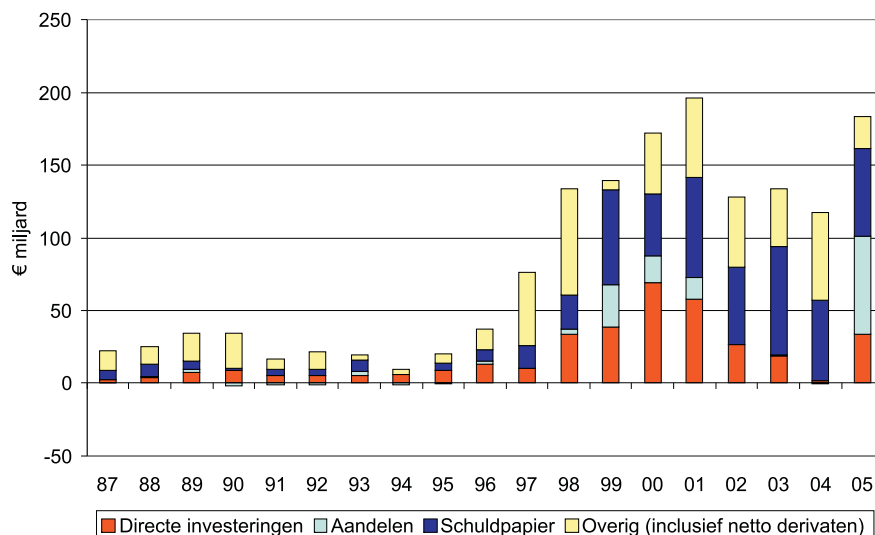


Bron: DNB, juli 2007

Uit deze grafieken blijkt dat het patroon van uit- en instroom verregaand overeenkomt. Wel is per saldo sprake van een uitstroom in aandelen en directe investeringen, terwijl de invoer van buitenlands kapitaal een relatief groot aandeel obligaties kent.

In de volgende paragraaf zal voor de categorieën directe investeringen, aandelen en obligaties worden nagegaan hoe de externe vermogenspositie van Nederland zich heeft ontwikkeld.

Grafiek.6.7: financiële rekening: instroom (opbouw passiva) (1987 – 2005)



Bron: DNB, juli 2007

De componenten van de financiële rekening en het externe vermogen nader beschouwd

In deze paragraaf zal achtereenvolgens voor de categorieën directe investeringen, aandelenbeleggingen en beleggingen in schuldpapier de ontwikkeling voor het tijdvak 1986 – 2005 worden onderzocht. Daarbij wordt zowel voor de Nederlandse bezittingen in het buitenland (uitstroom financiële rekening, activa) als de buitenlandse bezittingen in Nederland (instroom, passiva) gekeken hoe de prestaties zijn geweest. De vermogenswinsten en -verliezen worden daarbij berekend door de veranderingen in activa en passiva te corrigeren voor respectievelijk de uitstroom en instroom op de financiële rekening. Vervolgens wordt per categorie gekeken welke rol de in hoofdstuk 3 beschreven effecten, te weten het samenstellingseffect, prestatie-effect en valuta-effect hebben gespeeld.

Voor de categorieën overig en officiële reserves is de hiervoor beschreven berekening ook uitgevoerd, al wordt deze op deze plaats niet uitvoerig beschreven. Wel is de uitkomst van deze berekening weergegeven in tabel 6.6 waarin getracht wordt het zwarte gat van Nederland zoveel mogelijk te verklaren.

Ook wordt in deze paragraaf het totale behaalde rendement op het grensoverschrijdend vermogen, zowel de actief- als de passiefzijde per categorie berekend. Het resultaat daarvan staat in tabel 6.5.

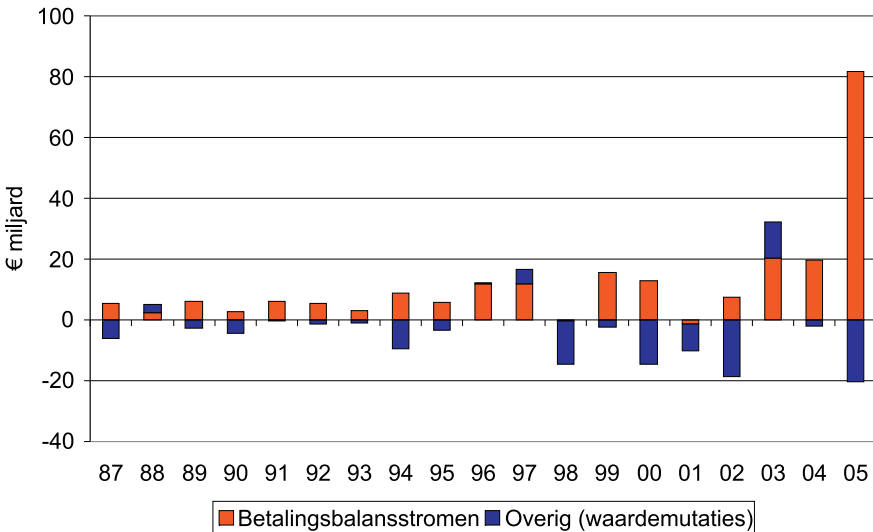
Directe investeringen

Bij directe investeringen gaat het om controlerende deelnemingen in buitenlandse bedrijven. Daarbij kan het gaan om zogeheten ‘greenfield’ investeringen (het oprich-

ten van nieuwe (productie-)locaties in het buitenland) of om overnames van bestaande bedrijven. Een directe investering verschilt in dit laatste geval van een ‘normale’ aandelenbelegging in die zin, dat een ‘normale’ aandelenbelegging niet gericht is op controle van het bedrijf waarin is belegd.

Nederland heeft hier een lange geschiedenis. De eerste goed gedocumenteerde Nederlandse directe investering in het buitenland dateert uit 1626, toen de West Indië Compagnie het eiland Manhattan kocht van de lokale bevolking voor goederen ter waarde van 60 toenmalige guldens [Van Nieuwkerk (2005)]. Van Nieuwkerk schat verder dat het buitenlandse vermogen van Nederland (voor een groot deel bestaande uit directe investeringen, al werd ook volop belegd in effecten) aan het einde van de 18e eeuw circa € 2,5 miljard bedroeg. Dat was gelijk aan 1000% van het toenmalige BBP. Later, in de 19e eeuw waren Nederlandse investeerders zeer actief in de Verenigde Staten, onder meer bij de financiering van de aanleg van de Amerikaanse spoorwegen [Bosch (1948)]. Overigens zouden deze investeringen in de definitie van vandaag worden aangeduid als beleggingen, zij het in dit specifieke geval wel in zeer risicovolle ‘junk bonds’. Ondanks zware verliezen op hun investeringen gold Nederland aan de vooravond van de Tweede Wereldoorlog nog steeds als één van de belangrijkste investeerders in de VS [Van Nieuwkerk & Sparling (1985)].

Grafiek 6.8: de ontwikkeling van de Nederlandse netto positie in directe buitenlandse investeringen (1987 – 2005)



Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Nederlandse bedrijven zijn altijd belangrijke spelers op het terrein van de directe investeringen gebleven. Het land huisvest tal van grote bedrijven, die stuk voor stuk erg internationaal actief zijn. Hierbij valt te denken aan industriële bedrijven als Philips Electronics, KPN en Unilever, de supermarktketen Ahold en financiële dienstverleners als Aegon, ING, ABN AMRO en Rabobank. Aan het einde van 2005 hadden

Nederlandse bedrijven voor een bedrag van € 534 miljard aan directe investeringen in het buitenland uitstaan. Hiermee staat ons land mondiaal op de zesde plaats. Gemeten aan de hand van de stand van de investeringen als percentage van het BBP staat Nederland op de derde plaats, na België en Hong Kong.

Figuur 6.8 geeft de ontwikkeling van de Nederlandse netto positie in directe buitenlandse investeringen weer sedert 1987. Hierbij zijn de jaarlijkse veranderingen uitgesplitst in de netto investeringsstromen en een post ‘overig’, waarin alle in hoofdstuk 3 genoemde effecten zitten opgesloten. Uit de figuur kan worden afgelezen, dat de post ‘overig’ met name in de jaren rond de eeuwwisseling sterk dominant was. Ook is sprake van een toegenomen volatiliteit. Dit weerspiegelt het gegeven dat veel van de directe investeringen van de jaren ’90 overnames van beursgenoteerde bedrijven betroffen, die tegen marktwaarde worden gewaardeerd.

In tabel 6.1 staat de ontwikkeling voor de periode 1987 – 2005 samengevat voor zowel de uitgaande als de inkomende investeringen. De eerste rij behandelt de Nederlandse investeringen in het buitenland. De stand van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland is tussen eind 1986 en eind 2005 opgelopen van € 57,2 miljard naar € 534,0 miljard. In deze periode hebben Nederlandse bedrijven voor € 577,9 miljard aan directe investeringen in het buitenland verricht. De buitengewoon grote uitstroom aan directe investeringen in 2005 is voor een groot deel het gevolg van de fusie van de Nederlandse en Britse tak van het Shell-concern. Beide onderdelen werden ingebracht in Royal Dutch Shell plc, waarna beleggers hun Britse en Nederlandse aandelen omruilden voor nieuwe Nederlandse aandelen in de nieuwe holding. Tegenover de uitstroom aan directe investeringen stond een nog grotere instroom bij de buitenlandse beleggingen in Nederlandse aandelen [DNB (2006-c)]. Het gat van € 101 miljard geeft aan hoeveel Nederlandse bedrijven in deze periode aan vermogensverliezen hebben moeten incasseren. Deze vermogensverliezen omvatten overigens ook de betaalde “goodwill”. Als deze worden geactiveerd op de balans van de moedermaatschappij komen zij namelijk niet meer tot uiting in de waarde van het buitenlandse actief. De meest rechtse kolom van deze tabel geeft aan wat de gemiddelde jaarlijkse vermogenswinsten of -verliezen zijn geweest. In dit geval bedroeg het gemiddelde jaarlijkse vermogensverlies 2,64%. Wel is het zo dat deze verliezen vooral geconcentreerd waren in de jaren rond de eeuwwisseling.

Overigens zullen deze verliezen aanvankelijk voor een niet onaanzienlijk deel hebben bestaan uit betaalde ‘goodwill’ op buitenlandse overnames. Deze komen in de internationale vermogenstatistiek immers als een verlies naar voren [DNB (2002)]. De in 2001 en 2002 geregistreerde verliezen zullen daarentegen juist vooral zijn veroorzaakt door de daadwerkelijke behaalde verliezen door grote Nederlandse bedrijven in het buitenland. In deze jaren leden enkele prominente Nederlandse bedrijven, waaronder Ahold, Numico en KPN, zware verliezen op hun deelnemingen in het buitenland [Boonstra 2003-b].

Tabel 6.1: ontwikkeling directe investeringen (1987 – 2005)

	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)
	Stand eind 1986	Stand eind 2005	Verschil	w.v. stromen financiële rekening	waardeveranderingen	Gemiddelde jaarlijkse verandering (prijs effect %)
Nederlandse directe investeringen in het buitenland	57,2	534,0	476,7	577,9	-101,1	-2,64
Buitenlandse directe investeringen in Nederland	33,2	379,0	345,8	354,4	-8,5	-0,06
Nederlandse nettopositie in DBI	24,1	155,0	130,9	223,5	-92,6	

Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

De tweede rij van de tabel behandelt de buitenlandse directe investeringen in Nederland. Ook in deze categorie behoort Nederland wereldwijd tot de koplopers. Ons land herbergt zo'n 7000 buitenlandse bedrijven, zowel in de sectoren industrie, transport en logistiek als financiële dienstverlening [Hogenbirk (2002)]. Veel buitenlandse bedrijven zien Nederland als een ideale toegangspoort naar Europa. Een bijverschijnsel hiervan is overigens dat veel Aziatische uitvoer naar Europa via Nederland wordt verscheept. Dit uit zich in een explosieve groei van de doorvoerhandel, vooral sedert het midden van de jaren '90.

Buitenlandse bedrijven hebben tussen 1986 en 2005 voor een bedrag van € 354,4 miljard in ons land geïnvesteerd. De stand van de directe investeringen in ons land liep in deze periode op van € 33,2 miljard naar € 379,0 miljard. Het verschil, een vermogensverlies van in totaal € 8,5 miljard, komt neer op een jaarlijks verlies van 0,06%.

Samenvattend blijkt dat Nederland netto in deze periode dus per saldo een vermogensverlies in de categorie directe investeringen moest incasseren ter grootte van € 92,6 miljard. Dit staat weergegeven in de derde rij van de tabel. Overigens zal verderop blijken dat, als de overgeboekte winsten in de beschouwing worden betrokken, er toch nog sprake is van een positief resultaat op de Nederlandse directe investeringen in het buitenland (tabel 6.5). Wel blijft dit ook dan duidelijk achter bij het rendement dat buitenlandse investeerders in ons land hebben behaald.

Wat zijn de achterliggende krachten geweest? Ten eerste heeft het valuta-effect een rol van betekenis gespeeld. De gulden was in de aanloop naar de invoering van de euro een sterke munt. De euro zelf heeft zich in de periode 1999 – 2001 aanvankelijk zwak ontwikkeld, maar heeft zich in de daarop volgende jaren eveneens als een sterke valuta ontpopt. Over de gehele periode hebben Nederlandse investeerders en beleggers een gemiddeld jaarlijks valutaverlies ter grootte van 0,42% moeten incasseren (afgemeten aan de ontwikkeling van de nominale effectieve wisselkoers). Zonder het valuta-effect zou het gemiddeld jaarlijkse vermogensverlies op buitenlandse directe investeringen beperkt zijn gebleven tot 2,22%.

Ten tweede werkte het prestatie-effect in het nadeel van Nederlandse investeerders. Want zelfs na correctie voor het wisselkoerseffect was het jaarlijkse vermogensverlies van Nederlandse investeerders in het buitenland aanmerkelijk groter dan dat van de in Nederland actieve buitenlandse investeerders. Daardoor werkte ook, en dat is ten derde, het samenstellingseffect in het nadeel van de Nederlandse investeerders. Door-

dat Nederland meer in het buitenland investeerde dan vice versa werkte het negatieve prestatie-effect ook nog eens extra zwaar door.

De Nederlandse verliezen op buitenlandse investeringen werden voor het grootste deel geleden in de VS. Dit blijkt uit tabel 6.2, waarin de ontwikkelingen per land staan weergegeven. Ook is hier per land het valuta-effect precies uitgerekend. Hiertoe is per land gerekend met het verloop van de koers van de desbetreffende valuta tegenover achtereenvolgens de gulden en de euro. Het totale valuta-effect is berekend door te rekenen met de nominaal effectieve wisselkoers, zoals gepubliceerd in de International Financial Statistics van het IMF. De post 'overig' is berekend als restpost.

Het voordeel van deze methode is dat de berekening van het valuta-effect per individueel land zeer nauwkeurig is. In het valuta-effect onder 'overig' hopen echter alle onnauwkeurigheden zich op.

Tabel 6.2: vermogenswinsten en -verliezen op directe investeringen in het buitenland (1987 – 2005) (bedragen in miljarden euro)

	Totaal	VS	België	Luxemburg	VK	Duitsland	Frankrijk	Italië	Spanje	Zwitserland	Overig
Stand 1986	57,2	20,9	4,8	-0,4	3,5	5,4	3,4	0,9	1,3	3,6	13,9
Stand 2005	534,0	78,5	46,2	17,1	96,4	41,2	35,2	15,5	25,6	35,3	143,0
Toename	476,7	57,5	41,4	17,5	92,9	35,8	31,8	14,6	24,2	31,7	129,1
Betalingsbalansstroom	577,9	112,5	44,6	16,0	126,0	37,1	29,0	15,7	19,4	25,8	151,9
Waardeveranderingen	-101,1	-55,0	-3,2	1,5	-33,0	-1,3	2,8	-1,0	4,8	6,0	-22,7
w.v.											
valutawinst (+) of -verlies (-)	-17,9	-13,5	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,8	0,2	-3,6
overige waardeveranderingen	-83,2	-41,5	-3,2	1,5	-32,9	-1,2	2,8	-0,8	5,6	5,7	-19,1

Bron: berekend met data DNB, juli 2007

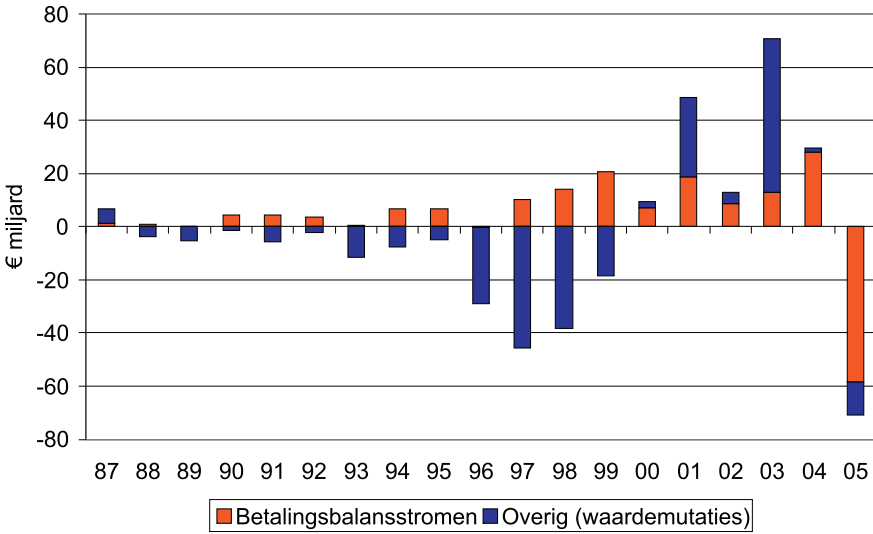
Ook in Duitsland, België, Italië en het vooral Verenigd Koninkrijk werden door Nederlandse bedrijven verliezen geleden. Overigens waren de verliezen in het VK vrijwel geheel geconcentreerd in 2005. Zij hangen samen met de ongekende uitstroom aan DBI die samenhangt met de fusie van de Nederlandse en Britse tak van Shell. Hierop werden direct de nodige afwaarderingen geboekt. Daar staat tegenover, dat in Zwitserland, Spanje, Luxemburg en Frankrijk forse vermogenswinsten konden worden gerealiseerd.

Aandelenbeleggingen

Het is nog maar enkele decennia geleden dat grensoverschrijdend beleggen in aandelen een nauwelijks voorkomend verschijnsel was. Het grensoverschrijdende kapitaalverkeer werd zoals gezegd tot in de jaren '80 van de vorige eeuw gedomineerd door directe investeringen en door de post 'overig', waarin vooral handelskrediet en bancair verkeer ligt besloten. Dit kan mede worden verklaard doordat een groot deel van de Nederlandse besparingen in een geïnstitutionaliseerde vorm plaatsvonden, bij

pensioenfondsen. Deze belegden overwegend in vastrentende waarden. Pas nadat in het midden van de jaren '80 het ABP werd geprivatiseerd en zijn eigen beleggingsbeleid mocht formuleren was sprake van een massieve aanschaf van buitenlandse aandelen. Ook het feit dat in de loop van de jaren '80 de meeste landen geleidelijk hun financiële rekening liberaliseerden faciliteerde een forse groei van het grensoverschrijdende beleggen.

Grafiek 6.9: de ontwikkeling van de Nederlandse netto positie in aandelenbeleggingen (1987 – 2005)



Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Grafiek 6.9 geeft het netto financiële verkeer in aandelen weer, als ook de overige veranderingen in de positie in aandelen. Uit de grafiek blijkt, dat de overige schommelingen vanaf het midden van de jaren '90 de overhand hebben gekregen. In de periode 1988 – 1999 was deze post negatief, vanaf 1996 zelfs sterk negatief. Nadien is de post overig juist overwegend positief. Ook blijkt uit de grafiek dat in de hier beschouwde periode Nederlandse beleggers vrijwel ieder jaar meer in buitenlandse aandelen belegden dan vice versa. De uitzondering in 2005 hangt samen met de eerder vermelde transacties rond de vorming van Royal Dutch Shell.

Tabel 6.3: ontwikkeling grensoverschrijdende aandelenbeleggingen (1987 – 2005)

	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)
	Stand eind 1986	Stand eind 2005	Vershil	w.v. stromen financiële rekening	waardeveranderingen	Gemiddelde jaarlijkse verandering (prijs-effect %)
Nederlandse aandelenbeleggingen in het buitenland	18,0	406,6	388,5	225,4	163,2	8,96
Buitenlandse aandelenbeleggingen in Nederland	37,0	419,6	382,6	135,8	246,9	12,3
Nederlandse nettopositie in aandelen	-19,0	-13,1	5,9	89,6	-83,7	

Noot:

Een negatief teken van het getal in de derde rij van kolom 5 betekent dat door buitenlanders behaalde vermogenswinsten op Nederlandse aandelen de door Nederlandse aandelenbeleggers in het buitenland behaalde vermogenswinsten overtreffen.

Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Uit tabel 6.3 blijkt dat de post ‘waardeveranderingen’ over de gehele periode per saldo een negatieve bijdrage aan de internationale vermogenspositie heeft geleverd.

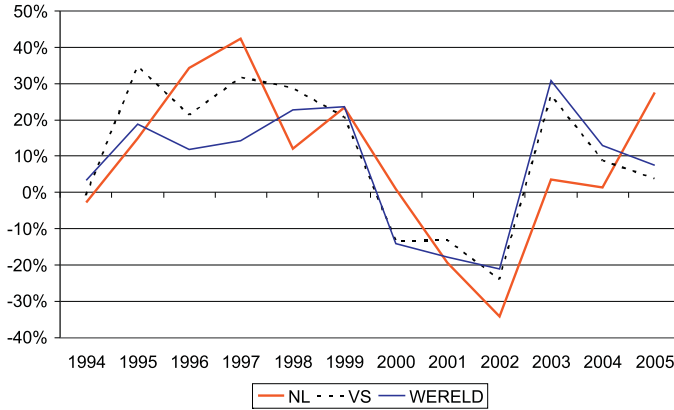
De Nederlandse beleggingen in buitenlandse aandelen namen tussen eind 1986 en eind 2005 toe met € 388,5 miljard. Hiervan kan € 225,4 miljard worden verklaard uit de aanschaf van buitenlandse aandelen, daar bovenop werd een koerswinst ter waarde van € 163,2 miljard gerealiseerd. Dit betekent een gemiddelde jaarlijkse koerswinst van 8,96%. Omgekeerd namen de buitenlandse beleggingen in Nederlandse aandelen in deze periode toe met € 382,6 miljard, waarvan € 135,4 miljard door aankoop van Nederlandse aandelen. De behaalde koerswinst bedroeg maar liefst € 246,9 miljard, dat is een jaarlijks gemiddelde van 12,30%.

Tussen 1986 en 2005 verbeterde de netto positie in aandelen dus met € 5,9 miljard. Dit is het saldo van enerzijds een netto kapitaaluitvoer in de categorie aandelen van € 89,6 miljard en anderszijds een netto vermogensverlies van € 83,7 miljard. Deze laatste post ontstaat doordat de door buitenlandse beleggers op Nederlandse aandelen behaalde koerswinsten ad € 246,9 miljard de door Nederlandse beleggers op hun buitenlandse aandelenbeleggingen behaalde vermogenswinsten (€ 163,2 miljard) met dit bedrag overtroffen.

Wat waren de onderliggende krachten? Ten eerste speelde het valuta-effect uiteraard ook hier een rol van betekenis. Door de sterke gulden en later de per saldo sterke euro werd jaarlijks een valutaverlies ter grootte van 0,42% geïncasseerd. Zonder dit effect zou de jaarlijkse gemiddeld behaalde vermogenswinst 9,38% hebben bedragen. Dit is echter nog steeds aanzienlijk lager dan de door buitenlandse aandelenbeleggers in ons land behaalde vermogenswinst van 12,30%.

Het prestatie-effect droeg dus eveneens bij aan het relatief slechte resultaat bij de buitenlandse aandelenbeleggingen. Voor een deel kan dit worden verklaard doordat de Nederlandse beursindex, de AEX, in meerdere jaren beter presteerde dan de meeste buitenlandse beurzen (grafiek 6.10). Met alle gunstige effecten die dat voor de Nederlandse economie heeft gehad, was dit gezien vanuit de externe vermogenspositie toch nadelig voor ons land.

Grafiek 6.10: de Nederlandse beurs in internationaal perspectief (1994 – 2005)

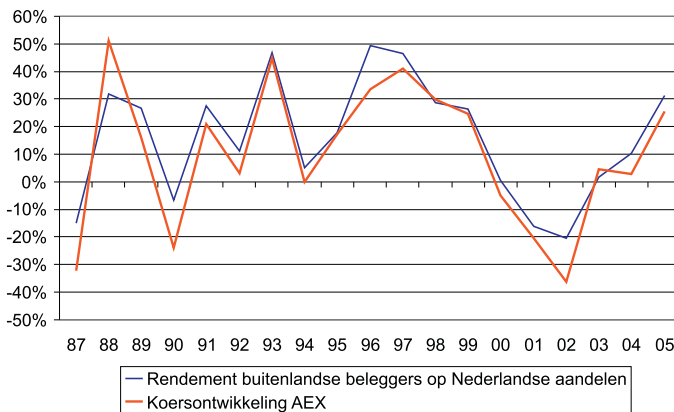


Bron: Morgan Stanley

Hier komt evenwel bij, dat buitenlandse beleggers in de meeste jaren gemiddeld ook nog eens de Nederlandse beursindex wisten te verslaan (grafiek 6.11). In 2003, toen de Nederlandse beurs duidelijk slechter presteerde dan het buitenland, verbeterde de Nederlandse externe positie in aandelen aanzienlijk. Dit kwam doordat buitenlandse beleggers grote aandelen hadden in Nederlandse beursgenoteerde bedrijven, waaronder de in dat jaar zeer slecht presterende bedrijven KPN en Ahold.

Tot slot speelt het samenstellingseffect een rol. In 1986, het beginjaar van dit onderzoek, hadden buitenlandse beleggers reeds tweemaal zoveel Nederlandse aandelen in hun portefeuille als omgekeerd. Zij behielden hun hogere rendement dus ook nog eens stevast over een grotere aandelenportefeuille.

Grafiek 6.11: rendement buitenlandse aandelenbeleggers versus AEX (1994 – 2005)

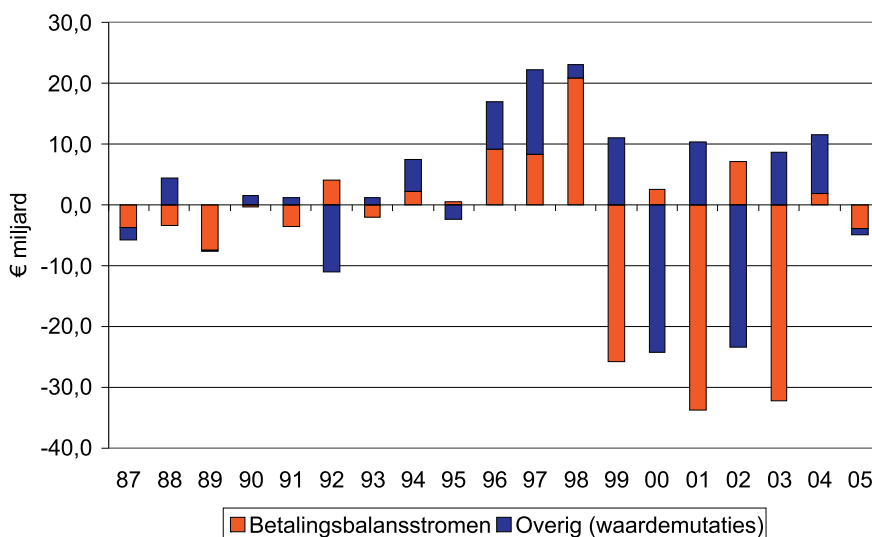


Bron: berekend op basis van DNB, Ecwin

Beleggingen in schuldpapier

Net als bij de in de vorige paragraaf beschreven grensoverschrijdende beleggingen in aandelen, hebben ook de buitenlandse beleggingen in obligaties pas vanaf het midden van de jaren '80 een echt hoge vlucht genomen. Waar hier gesproken wordt van obligaties wordt geduid op schuldpapier in het algemeen. In deze analyse is kortlopend schuldpapier, een relatief kleine post, samengevoegd met de beleggingen in obligaties. Anders dan bij de aandelen overtroffen de buitenlandse aankopen van Nederlandse obligaties in het algemeen de Nederlandse obligatiebeleggingen in het buitenland. Dit illustreert de populariteit van de Nederlandse obligaties. Vooral Nederlandse staatsleningen mogen zich van oudsher verheugen in een zekere populariteit, als marginaal hoger renderend alternatief voor de Duitse Bunds.

Grafiek 6.12: de ontwikkeling van de Nederlandse netto positie in obligaties (1987 – 2005)



Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Uit grafiek 6.12 blijkt, dat de 'overige' mutaties in de meeste jaren, vergeleken met de categorie aandelen, relatief beperkt zijn. Alleen in de jaren 2000 en 2002 was sprake van een relatief fors netto vermogensverlies. In beide jaren was dit vooral het geval doordat buitenlandse obligatiebeleggers koerswinsten op hun portefeuille Nederlandse obligaties wisten te behalen, terwijl Nederlandse obligatiebeleggers in het buitenland juist koersverliezen moesten incasseren.

Deze Nederlandse verliezen kunnen niet goed worden herleid tot marktbewegingen. Wereldwijd hebben de obligatiemarkten in deze jaren namelijk goed gepresteerd. Een mogelijke verklaring zou kunnen liggen bij een minder gelukkige timing van Nederlandse obligatiebeleggers. Een andere zou kunnen bestaan uit registratieproble-

men, zoals die voor de invoering van het nieuwe rapportagesysteem in 2003 nog een rol konden spelen.

Tabel 6.4: ontwikkeling grensoverschrijdende obligatiebeleggingen (1987 – 2005)

	(1)	(2)	(3) = (2) - (1)	(4)	(5) = (3) - (4)	(6)
	Stand eind 1986	Stand eind 2005	Vershil	w.v. stromen financiële rekening	waardeveranderingen	Gemiddelde jaarlijkse verandering (prijsseffect %)
Nederlandse beleggingen in buitenlands schuldpapier	18,7	526,7	508,0	449,4	58,6	2,43
Buitenlandse beleggingen in Nederlands schuldpapier	19,3	574,6	555,3	509,3	46,0	1,24
Nederlandse nettopositie in schuldpapier	-0,6	-47,9	-47,4	-59,9	12,6	

Noten:

(*) Een positief teken van het getal in de derde rij van kolom 5 betekent dat door Nederlandse obligatiebeleggers in het buitenland behaalde vermogenwinsten de door buitenlanders behaalde vermogenwinsten op Nederlandse obligaties overtreffen.

(**) Een negatief teken van het getal in de derde rij van kolom 3 betekent dat de instroom aan buitenlandse beleggingen in Nederlandse obligaties de aankoop van buitenlandse obligaties door Nederlandse obligatiebeleggers overtreft.

Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Tabel 6.4 vat de ontwikkelingen samen. In de periode 1986 – 2005 nam de omvang van het Nederlandse obligatiebezit in het buitenland toe met € 508,0 miljard. Hiervan kan een bedrag van € 449,4 miljard worden toegeschreven aan de aankoop van buitenlandse obligaties. Daar bovenop kwam een koerswinst van € 58,6 miljard. In dezelfde periode nam het buitenlandse bezit aan Nederlandse obligaties toe met € 555,3 miljard. Dit bedrag kan worden opgesplitst in € 509,3 miljard aan aankoop van Nederlandse obligaties door buitenlanders en € 46,0 miljard aan behaalde koerswinst. De verslechtering van de internationale positie in obligaties ad € 47,4 miljard kan dus worden verklaard doordat de buitenlandse aankopen van Nederlandse obligaties die van buitenlandse obligaties door Nederlanders met € 59,9 miljard overtroffen. Daar stond een netto koerswinst van € 12,6 miljard tegenover.

Nederlandse obligatiebeleggers hebben het dus relatief goed gedaan. De door hen jaarlijks gemiddeld behaalde koerswinst bedroeg in deze periode 2,43%, waar buitenlandse beleggers jaarlijks een gemiddelde koerswinst van 1,24% wisten te behalen. Na correctie voor het verlies uit hoofde van het wisselkoerseffect bedroeg de Nederlandse koerswinst zelfs 2,85%.

Als wordt gekeken naar de onderliggende effecten, dan heeft het wisselkoerseffect dus ook hier zijn negatieve uitwerking gehad. Daar staat een positief prestatie-effect tegenover. Dit kan voor een deel worden toegeschreven aan het proces van renteconvergentie tussen de landen die in 1999 de Economische en Monetaire Unie hebben gevormd. Obligatiebeleggingen in met name de Latijnse landen waren vanwege de hoge rente aldaar relatief aantrekkelijk, zeker nadat de wisselkoersen zich vanaf het midden van de jaren '90 geleidelijk stabiliseerden en de rente in de traditioneel hoog-rentende landen naar het laagste niveau convergeerden. Dit betekende dat in deze landen forse koerswinsten op obligaties konden worden geïncasseerd.

Het samenstellingseffect speelde hier tegen Nederland, omdat ons land juist in die categorie waarin de Nederlandse beleggers hun buitenlandse tegenvoeters qua beleggingsprestaties overtroffen in de meeste jaren een lichte passiefstand heeft gehad.

Het totaalrendement op buitenlandse activa en passiva

In de voorgaande paragrafen werden de jaarlijks gemiddelde koerswinsten of -verliezen berekend aan de hand van de veranderingen in de standen per vermogenscategorie, gecorrigeerd voor de betalingsbalansstromen. Voor het doel van deze analyse, het verklaren van de internationale vermogenspositie van landen, is deze benadering afdoende. Zij schiet echter tekort waar de totale relatieve beleggingsprestaties van landen met elkaar worden vergeleken. Een deel van de rendementen wordt immers wél via de betalingsbalans geboekt. Voorzover in het buitenland behaald rendement leidt tot betaalstromen, zoals winsten, dividenden en rente, worden deze immers geregistreerd op de inkomstenrekening van de betalingsbalans, een onderdeel van de lopende rekening. Dit geldt ook de in het buitenland behaalde en geherinvesteerde beleggingsopbrengsten, omdat die enerzijds als inkomsten worden geboekt op de inkomstenrekening, en anderzijds weer als een uitgaande beleggingsstroom worden meegenomen.

In tabel 6.5 staat per categorie het totale rendement per categorie weergegeven. Met deze tabel kunnen de internationale prestaties van Nederlandse beleggers en investeerders goed worden vergeleken met die van hun buitenlandse tegenvoeters in Nederland.

Tabel 6.5: totaalrendement op buitenlandse activa en passiva (1987 – 2005)

		Nederlandse activa			Nederlandse passiva		
		DBI	aandelen	schuld- papier	DBI	aandelen	schuld- papier
(1)	Stand 1986 (€ mrd)	57,2	18,0	18,7	33,2	37,0	19,3
(2)	Stand 2005 (€ mrd)	534,0	406,6	526,7	379,0	419,6	574,3
(3) = (2) - (1)	Vershil (€ mrd):	476,7	388,5	508,0	345,8	382,6	555,0
	<i>waarvan:</i>						
(4)	stromen financiële rekening	577,9	225,4	449,4	354,4	135,8	509,3
(5) = (3) - (4)	waardeveranderingen	-101,1	163,2	58,6	-8,5	246,9	45,7
(6)	Dividend/winst/rente (inkomensrekening)	261,3	35,4	129,3	169,6	71,1	139,6
(7) = (5) + (6)	Totale opbrengsten	160,1	198,6	187,8	161,1	318,0	185,3
	Rendementen (%)						
(8)	Vermogenswinst of -verlies	-2,64	8,96	2,43	-0,06	13,12	1,24
(9)	Rendementen via betalingsbalans	7,04	1,70	6,51	7,60	2,83	5,99
(10) = (8) + (9)	Totaal rendement (inclusief valuta)	4,40	10,66	8,94	7,54	15,95	7,23
(11)	Valutawinst of -verlies	-0,42	-0,42	-0,42			
(12) = (10) - (11)	Totaal rendement (exclusief valuta)	4,82	11,08	9,36	N/A	N/A	N/A

Bron: berekend op basis van data DNB, juli 2007

Op grond van deze tabel moeten de conclusies uit de vorige paragraaf enigszins worden genuanceerd. Het blijkt dat als de overgeboekte winsten in de beschouwing worden meegenomen het totaal rendement op de directe investeringen in het buitenland door de behaalde reguliere winsten wel degelijk positief was. Toch blijft het

beeld van een relatief slechte prestatie wel degelijk overeind staan. Bij de categorie aandelen blijkt dat buitenlandse aandelenbeleggers in ons land niet alleen hogere koerswinsten, maar ook nog eens een hoger dividendrendement wisten te behalen dan Nederlandse beleggers in het buitenland. Bij de categorie obligaties blijkt juist dat Nederlandse beleggers in het buitenland ook nog eens een relatief hoog couponrendement wisten te behalen.

Het ‘zwarte gat’ nader in kaart gebracht

Tabel 6.6 vat de belangrijkste ontwikkelingen voor Nederland nog eens samen. Deze tabel behoeft op een aantal punten enige toelichting. Ten eerste de opstelling. Regel 1 bevat het gecumuleerde nationale spaaroverschot (saldo op de lopende rekening). Deze grootte moet wel worden gecorrigeerd voor twee andere saldi. Zo moet het tekort op de vermogensoverdrachtenrekening op het lopende overschot in mindering worden gebracht (regel 2). Ook worden in deze tabel alle statistische verschillen aan het lopende verkeer toegerekend (regel 3). Overigens kunnen de statistische verschillen met evenveel recht worden toegerekend aan de financiële rekening. Dan worden het ‘zwarte gat’ en daarmee de post ‘overig’ navenant groter. Regel 4 bevat het aldus berekende “gecorrigeerde lopende rekeningsaldo”. Deze grootte zou de verandering van het netto externe vermogen van ons land het beste moeten verklaren. Dit zou derhalve op grond van de gecorrigeerde lopende overschotten met een bedrag van ruim € 207,8 miljard moeten zijn gestegen.

Regel 5 geeft de verandering van het netto externe vermogen weer zoals die uit de vermogensstatistieken van DNB kan worden berekend. Het blijkt dat dit tussen eind 1986 en eind 2005 met een bedrag van ruim € 28 miljard is afgenomen. Het verschil tussen de in regels 4 en 5 vermelde bedragen geeft de omvang van het ‘zwarte gat’ weer. Over de onderzochte periode gaat het om een bedrag ter grootte van € 236,0 miljard (regel 6).

Tabel 6.6: overzicht ontwikkeling extern vermogen Nederland (1987 – 2005)
(bedragen in miljarden euro)

	Betalingsbalansstromen	
(1)	Cumulatief overschot lopende rekening	283,9
(2)	Cumulatief overschot vermogensoverdrachtenrekening	-17,0
(3)	Cumulatieve statistische verschillen	-59,1
(4) = (1) + (2) + (3)	Totaal verklaarde opbouw extern vermogen	207,8
(5)	Verandering netto externe vermogenspositie	-28,2
(6) = (5) - (4)	Netto vermogenswinst (+) of -verlies (-)	-236,0
	waarvan verklaard uit netto winsten (+) of verliezen (-) op:	
(7)	Directe buitenlandse investeringen	-92,6
(8)	Beleggingen in aandelen	-83,7
(9)	Beleggingen in schuldpapier	12,6
(10)	Officiële reserves	-12,5
(11)	Overig	-59,8

Noot: berekend op basis van data DNB, juli 2007

In de regels 7 tot en met 11 van tabel 6.6 wordt aansluiting gezocht bij de financiële rekening van de betalingsbalans. Het blijkt dat in totaal € 163,7 miljard van het zwarte gat kan worden toegeschreven aan één van de drie nader onderzochte categorieën. Nog eens € 12,5 miljard kan worden toegeschreven aan verliezen op de officiële reserves. De restpost, overig, bevat de vermogensmutatie op de betalingspost 'overig', maar vormt daarnaast tevens de verzamelpost waar alle onnauwkeurigheden in samenkomen.

Conclusie

In dit hoofdstuk is ingegaan op het 'zwarte gat' van Nederland: het grote verschil tussen het zeer grote cumulatieve overschot in het lopende verkeer en het door DNB gerapporteerde externe vermogen. Deze analyse heeft de statistieken van DNB als vertrekpunt. Het is duidelijk dat deze statistieken met grote voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd. Zowel de registratie van betalingsbalansstromen als die van het externe vermogen is met onzekerheden omgeven, zoals het Planbureau in zijn vergrijzingstudie terecht opmerkt. Zoals ook al blijkt uit de eerder in hoofdstuk 2 beschreven majeure bijstelling in de Nederlandse vermogensstatistiek zijn aanpassingen in de orde van grootte van tientallen miljarden euro's niet onmogelijk. Voorts tellen mondiaal noch de saldi op de lopende rekening, noch de netto vermogensposities van alle landen op tot nul. Voorzichtigheid bij de interpretatie is daarom geboden. Overigens is de inschatting in tabel 6.6 aan de voorzichtige kant. Alle statistische verschillen zijn in deze rekenexercitie immers toegeschreven aan het lopende verkeer. Als daarentegen deze post zou worden toegeschreven aan het financiële verkeer, wordt het "zwarte gat" tussen de cumulatieve saldi in het lopende verkeer en de door DNB gerapporteerde stand van het externe vermogen navenant groter.

Dit neemt echter niet weg, dat kwantificering van de in hoofdstuk 3 beschreven onderliggende processen wel degelijk een aanzienlijk deel van het zwarte gat kunnen verklaren. Verder is het zo, dat ook het nieuwe, sterk verbeterde rapportagesysteem van DNB voor ons land nog steeds duidt op een magere netto vermogenspositie.

In Nederland hechten beleidsmakers van oudsher een zeker belang aan het hebben van een overschot in het lopende verkeer. Deze traditie gaat terug op de jaren vlak na de Tweede Wereldoorlog, toen deviezenschaarste een probleem was. Ook werd gestreefd naar een overschot op de lopende rekening ter financiering van de ontwikkelingshulp.

Hoewel het CPB in de eerder genoemde vergrijzingsstudie slechts zijdelings ingaat op de rol van het externe vermogen, wordt ook hier aan het creëren van een internationale actiefpositie, via overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans, een groot belang gehecht. Hiermee staat het Planbureau in een lange Nederlandse traditie [Duisenberg (1991), Driehuis en Mulder (1992), Bovenberg (1991) of Bikker (1994)].

Tot dusver gaat het CPB er zoals gezegd vanuit dat overschotten op de lopende rekening per definitie leiden tot de opbouw van een positieve externe vermogenspositie. Toch geldt ook voor Nederland dat het saldo op de lopende rekening tegenwoordig nog maar één, in belang afnemende determinant van de ontwikkeling van

de externe vermogenspositie van een land is. Als beleidsmakers aan de analyse van de externe vermogenspositie waarde hechten, dan kan het Planbureau niet meer volstaan met het sommeren van lopende rekeningsaldi. Dan is het nodig dat alle determinanten, zoals wisselkoers, relatieve beursprestaties en rente-ontwikkelingen, voortaan in de analyses worden meegenomen. Want de Nederlandse casus illustreert dat een het voor een klein land met een structureel overschot op de lopende rekening zeker niet vaststaat dat dit per definitie ook tot de opbouw van een stevig netto extern vermogen leidt. Of dit daadwerkelijk nodig is wordt in de slotbeschouwing in hoofdstuk 8 nader besproken.

Hoofdstuk 7

Integratie van de vermogensstatistiek in de betalingsbalans

Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken is uitvoerig ingegaan op de gevolgen van de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer. Het blijkt dat landen zich dankzij de toegang tot de mondiale financiële markten gedurende langere tijd grotere tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans kunnen permitteren dan in het verleden het geval was. Daar staat tegenover dat tegelijkertijd landen met grote overschotten in het lopende verkeer deze eenvoudig kunnen wegzetten.

Het grootste deel van dit proefschrift gaat over de vraag wat de verklaring vormt van de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen. Het blijkt dat het belang van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans in toenemende mate ondergeschikt raakt aan de niet op de betalingsbalans geregistreerde vermogensmutaties. Dit is een probleem, omdat veel beleidsmakers het saldo op de lopende rekening een belangrijke grootheid vinden. Hetzelfde geldt voor de analisten op de financiële markten. Zo is inmiddels een forse literatuur ontstaan over de zogeheten ‘global imbalances’, waarbij in het algemeen wordt gedoeld op de mondiale verdeling van de lopende rekening saldi. Zie hoofdstuk 5 en de daar aangehaalde literatuur. Met name het tekort op de lopende rekening van de VS staat daarbij in het middelpunt van de belangstelling.

Tegelijkertijd dringt geleidelijk het besef door dat ook de Amerikaanse externe vermogenspositie zich anders ontwikkelt dan wat men op grond van het cumulatieve tekort op de lopende rekening zou verwachten. De publicaties van Hausmann & Sturzenegger (2005, 2007) over ‘dark matter’ zijn ook ontstaan vanuit het besef dat bepaalde betalingsbalanscijfers de analist op het verkeerde been kunnen zetten. In hun geval ging het daarbij specifiek over de inkomensrekening van de Amerikaanse betalingsbalans. Hun verklaring van ‘dark matter’ snijdt echter geen hout. In hoofdstukken 4 en 5 is uiteengezet dat voor de verklaring van het door hen gesignaleerde raadsel (‘hoe kan een land met een omvangrijke buitenlandse netto schuld toch een overschot bij de post kapitaalinkomsten hebben?’) geen ‘dark matter’ nodig is. De verklaring van hun raadsel kan geheel worden gevonden in een gedetailleerde beschouwing van de samenstelling van de externe activa en passiva van de VS [Boonstra (2006-b), Buitter (2006-a)].

De meeste analisten nemen de betalingsbalans als vertrekpunt en zien de statistieken inzake het externe vermogen als inferieur. In het geval van Nederland, zo blijkt uit hoofdstuk 6, negeren beleidsmakers de vermogensstatistieken zelfs volledig omdat zij volgens hen niet aansluiten bij de betalingsbalansstatistieken. Dit is kortzichtig, want zoals in dat hoofdstuk gesteld kan een groot deel van het voor Nederland gesignaleerde ‘zwarte gat’ tussen de cumulatieve overschotten op de lopende rekening

en de gerapporteerde stand van het netto externe vermogen wel degelijk worden verklaard door zorgvuldig naar de samenstelling van de internationale activa en passiva te kijken.

Er is nog een reden waarom het een beetje curieus aandoet om de vermogensstatistieken als inferieur te beschouwen aan de betalingsbalansstatistieken. Zoals reeds beschreven in hoofdstuk 2 heeft in 1986 en 1987 een IMF-werkgroep getracht de kwaliteit van de betalingsbalansrapportages te verbeteren. Hierin is men ten dele geslaagd, mede juist door aansluiting te zoeken bij de statistieken inzake het externe vermogen. Vanaf 1992 is een permanente commissie actief (IMF Committee on Balance of Payments Statistics) die onder meer de voortgang bij de implementatie van de adviezen bewaakt. Ook publiceert deze commissie, naast een jaarverslag, ook regelmatig artikelen over betalingsbalansstatistieken en gerelateerde onderwerpen. Hoewel de externe vermogensstatistieken in hun totaliteit voor veel landen nog niet volledig beschikbaar zijn, zijn bepaalde onderdelen ervan wel degelijk erg 'hard'. Hierbij kan worden gedacht aan de bancaire informatie, zoals gerapporteerd door de BIS. Ook de schuld-data zoals de Wereldbank die rapporteert zijn verhoudingsgewijs betrouwbaar. Sinds de invoering van het nieuwe rapportagesysteem in 2003 kan voor ons land zelfs worden gesteld dat de kwaliteit van de betalingsbalansdata en de data over de externe vermogenspositie gelijkwaardig is [DNB (2003-a)].

Integratie vermogens- en betalingsbalansstatistieken

Er zijn modellen beschikbaar van reconciliatietabellen waarmee aansluiting kan worden gezocht tussen de verandering in de stand van het externe vermogen en de betalingsbalansstromen. Sommige landen, waaronder de VS, publiceren deze cijfers regelmatig. Voor de Nederlandse directe investeringspositie zijn deze data voor de jaren 1974–1983 gepubliceerd in Van Nieuwkerk & Sparling (1985).

Gezien het voorgaande is er echter veel voor te zeggen als de in het buitenland behaalde vermogenswinsten en –verliezen zouden kunnen worden geïntegreerd in de betalingsbalansstatistiek. Daarmee zouden nationale beleidsmakers een beter inzicht verkrijgen in de werkelijke ontwikkeling van het nationale externe vermogen. Wereldwijd zouden de veelbesproken betalingsbalansonevenwichtigheden beter in kaart kunnen worden gebracht.

Tot op zekere hoogte is hier sprake van een analogie met de invoering van de International Financial Reporting Standards (IFRS) in het bedrijfsleven. De invoering van IFRS betekent dat de gerapporteerde resultaten van een bedrijf in toenemende mate beïnvloed worden door de waardeveranderingen van activa, ook als deze niet leiden tot kasstromen. Integratie van de internationale vermogensstatistieken met de betalingsbalans heeft een vergelijkbaar effect.

Deze integratie kan conceptueel relatief eenvoudig worden uitgewerkt aan de hand van een aantal definitievergelijkingen. Dat dit zo eenvoudig is, komt doordat de indeling van de financiële rekening van de betalingsbalans en die van de externe vermogensstatistieken al goed op elkaar aansluiten. Beide zijn immers opgebouwd uit directe buitenlandse investeringen, buitenlandse beleggingen in effecten (aandelen en schuldpapier) en overig financieel verkeer (vooral handelskrediet en bancaire stromen). Naast de financiële rekening is het zo, dat zowel de betalingsbalans als de ver-

mogensstatistiek een post officiële reserves kent. Verder kent de betalingsbalans uiteraard ook nog de vermogensoverdrachtenrekening en de post 'statistische verschillen'.

Het enige wat dus nodig is om deze beide statistieken beter op elkaar te laten aansluiten is het op de juiste plaats boeken van de vermogenswinsten of -verliezen. Per definitie is het zo, dat de verandering van het externe vermogen gelijk is aan de som van het saldo op de lopende rekening plus de niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen. Wel moet daarbij worden gecorrigeerd voor het saldo van de vermogensoverdrachtenrekening. De post 'statistische verschillen' blijft ook op de aangepaste betalingsbalans staan. Het is immers niet duidelijk of de statistische verschillen een correctie op het lopende of het financiële verkeer vormen. In het eerste geval moet het saldo op de lopende rekening en dus de verandering in het netto externe vermogen worden bijgesteld. In het tweede geval moet de post 'overig' op de financiële rekening worden aangepast en verandert het externe vermogen met hetzelfde bedrag, maar met een tegengesteld teken. Uiteraard is het ook nog mogelijk om de statistische verschillen gedeeltelijk aan het lopende en gedeeltelijk aan het financiële verkeer toe te schrijven. Voor de voorgestelde methodologie is het echter niet relevant hoe deze post wordt verwerkt. Daarom is hij hier gewoon doorgeschoven naar de gecorrigeerde betalingsbalans. Op de financiële rekening geldt per categorie een vergelijkbare definitie. Zo kan de jaarlijkse verandering in de stand van de directe investeringen in het buitenland worden afgelezen uit de vermogensstatistiek. Deze post kan worden opgesplitst in de netto uitstroom aan directe buitenlandse investeringen (af te lezen uit de financiële rekening van de betalingsbalans) plus de waardeverandering als gevolg van afschrijvingen, koerswinsten of -verliezen of valutastommelingen (te bepalen als restpost). Dit geldt voor alle overige categorieën van de financiële rekening.

Verder is, als gevolg van het in theorie per definitie in evenwicht zijn van de betalingsbalans (in de praktijk dankzij de post statistische verschillen), het saldo op de lopende rekening per definitie gelijk aan het saldo op de financiële rekening, plus het saldo in de officiële reserves, de vermogensoverdrachtenrekening en de statistische verschillen. Het saldo op de lopende rekening (plus het saldo op de vermogensoverdrachten rekening) en de geregistreerde kapitaalstromen (incl. het officiële kapitaalverkeer) heffen elkaar dus op. Hierdoor is de verandering van het netto externe vermogen uit hoofde van niet-geregistreerde waardeveranderingen ook per definitie gelijk aan de som van de netto vermogenswinsten op directe buitenlandse investeringen, die op buitenlandse beleggingen, die op overige vorderingen en die op de officiële reserves. In formule:

$$NK = NKFDI + NKEQ + NKDEBT + NKO + NKRES \quad (7.1)$$

In deze formule staan de symbolen ter rechterzijde achtereenvolgens voor de netto vermogenswinst op directe investeringen, aandelen, schuldpapier, overige vorderingen en officiële reserves. Als de rechterzijde van vergelijking (7.1) vervolgens uiteen wordt getrokken in vermogenswinsten op zowel de activa als de passiva ontstaat vergelijking (7.2):

$$NK = (KGFDA - KGFDA) + (KGEQA - KGEQL) + (KGDEBTA - KGDEBTL) + (KGOA - KGOL) + KRES \quad (7.2)$$

In woorden zegt deze vergelijking dat de netto vermogenswinsten op het netto externe vermogen voor een land (NK) in een zeker jaar ten eerste worden bepaald door de netto vermogenswinst op de bruto directe investeringen in het buitenland, vermindert met de netto vermogenswinsten die buitenlandse investeerders in het land weten te halen op de bruto binnenkomende directe investeringen (KGFDA - KGFDA). De tweede en derde term ((KGEQA - KGEQL) en (KGDEBTA - KGDEBTL)) stellen hetzelfde voor grensoverschrijdende bruto beleggingen in respectievelijk aandelen en schuldpapier (vooral obligaties). De term (KGOA - KGOL) slaat op de overige grensoverschrijdende bruto activa en passiva. Alleen voor de officiële reserves is conform de buitenlandse vermogensopstelling geen passiefpost weergegeven.

Met de componenten uit vergelijking (7.2) hebben wij alle boekingsposten geïdentificeerd die nodig zijn voor de voorgestelde integratie van de vermogensstatistieken en de betalingsbalans. Het spreekt voor zich dat alle posten op de financiële rekening, zowel aan de debet- als de creditzijde, door de integratie met de vermogensstatistiek in beginsel aanpassing behoeven. De betalingsbalans behoudt vanzelfsprekend zijn evenwicht.

Enkele gestileerde rekenvoorbeelden

Alvorens de hierboven beschreven benadering toe te passen op bestaande vermogens- en betalingsbalansstatistieken van enkele landen is het wellicht raadzaam een en ander eerst te beschrijven aan de hand van enkele gestileerde rekenvoorbeelden.

Stel dat een investeerder in een land, hier gemakshalve aangeduid als de EU, aan het begin van een zeker jaar een directe investeringspositie heeft in de VS ter waarde van € 200 miljoen. Het betreft een 100% aandeel in een aan de Amerikaanse beurs genoteerde dochteronderneming. De Amerikaanse dochter maakt in het betreffende jaar een netto winst van € 20 miljoen, die ter plekke wordt geherinvesteerd. Verder stijgt de beurswaarde van de dochter in het jaar in kwestie met 5%, zijnde een bedrag van € 10 miljoen. Deze waardeverhoging blijft gewoon in het bedrijf zitten.

Traditioneel wordt de behaalde lopende winst van € 20 miljoen geboekt op de betalingsbalans als onderdeel van de lopende rekening. Meer specifiek: als inkomen op de kapitaalinkomstenrekening. Doordat de winst weer wordt geherinvesteerd wordt op de financiële rekening een tegenboeking gedaan bij de post directe investeringen. Daar wordt een uitstroom van € 20 miljoen geboekt. Een uitstroom op de financiële rekening betekent immers het opbouwen van buitenlandse activa. De waardeverhoging van de buitenlandse dochter als gevolg van de hogere beurswaarde onttrekt zich volledig aan de waarneming op de betalingsbalans. Merk overigens op dat de bovenste vier rijen van tabel 7.1 in feite de informatie geeft die in een reconciliatietabel zou staan.

Tabel 7.1: voorbeeld integratie vermogensstatistiek en betalingsbalans (1)

Mutatie extern vermogen EU		
Stand aan begin jaar	200	
Geheerinvesteerde winst	20	
Waardestijging	10	
Stand aan einde jaar	230	
Betalingsbalans EU		
Gebruikelijke registratie betalingsbalans EU	instroom	uitstroom
<i>Lopende rekening</i>		
Kapitaalinkomstenrekening: in VS behaalde winst	20	
<i>Financiële rekening</i>		
Uitstroom directe investeringen: herinvestering winst in VS		-20
Boekingen na integratie met vermogensstatistiek EU	instroom	uitstroom
<i>Lopende rekening</i>		
Kapitaalinkomstenrekening: in VS behaalde winst	20	
Vermogenswinst op Amerikaanse dochter	10	
Totaal	30	
<i>Financiële rekening</i>		
Uitstroom directe investeringen: herinvestering winst in VS		-20
Uitstroom directe investeringen: herinvestering vermogenswinst in VS		-10
Totaal		-30

Het beeld verandert, als de vermogensstijging als een ‘gewone’ winst wordt behandeld. Dus aan de ene kant wordt op de inkomstenrekening een bedrag ad € 10 miljoen aan inkomsten geboekt, waar aan de andere kant op de financiële rekening weer een uitstroom van € 10 miljoen tegenover staat. Zowel het saldo van de lopende rekening (€ 10 miljoen hoger) als dat van de financiële rekening (€ 10 miljoen lager) verandert door deze correctie. Door deze correctie sluiten de betalingsbalans en de vermogensstatistieken nu wel volledig op elkaar aan. Voor de goede orde zij opgemerkt dat in dit eenvoudige tweelandenvoorbeeld de boekingen op de Amerikaanse betalingsbalans, zowel de traditionele als de gecorrigeerde, het spiegelbeeld zijn van die op die van de EU.

De volgende tabel geeft weer hoe een dergelijke correctie zou uitwerken als het Europese bedrijf in de VS niet een vermogenswinst van 5%, maar een vermogenverlies van 5% heeft geboekt. Verder is het voorbeeld identiek aan het vorige. Het vermogensverlies van 5% (€ 10 miljoen) wordt als negatieve post geboekt op de inkomstenbalans. Het saldo op de lopende rekening valt daardoor lager uit. Doordat de waarde van de Amerikaanse dochter met eenzelfde bedrag is afgenomen, wordt op de financiële rekening bij de post directe investeringen een desinvestering van € 10 miljoen ingeboekt. Een desinvestering komt tot uiting in de vorm van een negatieve uitstroom, dus een bedrag met een positief teken bij de Europese directe investeringen in het buitenland (tabel 9.2).

Tabel 7.2: voorbeeld integratie vermogensstatistiek en betalingsbalans (2)

Mutatie extern vermogen EU		
Stand aan begin jaar	200	
Geherinvesteerde winst	20	
Waardedaling	10	
Stand aan einde jaar	210	
Betalingsbalans EU		
Gebruikelijke registratie betalingsbalans EU	instroom	uitstroom
<i>Lopende rekening</i>		
Kapitaalinkomstenrekening: in VS behaalde winst	20	
<i>Financiële rekening</i>		
Uitstroom directe investeringen: herinvestering winst in VS		-20
Boekingen na integratie met vermogensstatistiek EU	instroom	uitstroom
<i>Lopende rekening</i>		
Kapitaalinkomstenrekening: in VS behaalde winst	20	
Vermogenswinst op Amerikaanse dochter	-10	
Totaal	10	
<i>Financiële rekening</i>		
Uitstroom directe investeringen: herinvestering winst in VS		-20
Uitstroom directe investeringen: herinvestering vermogenswinst in VS		10
Totaal		-10

Tot slot van deze paragraaf breiden wij het voorbeeld uit tot drie landen. Deze noemen wij gemakshalve EU, VS en Azië. In dit voorbeeld is sprake van grote betalingsbalansonevenwichtigheden. De VS hebben in een zeker jaar een tekort op de lopende rekening van € 300 miljard, waar Europese en Aziatische overschotten in het lopende verkeer tegenover staan van respectievelijk € 100 en € 200 miljard. Daarbij zijn de bilaterale lopende rekeningsaldi van Azië en de EU evenmin in evenwicht. Er zijn in dit voorbeeld dus forse 'global imbalances', zoals hieronder weergegeven in tabel 7.3.

Tabel 7.3: de ongecorrigeerde lopende rekening saldi van voorbeeld 3

		<i>bilateraal saldo met</i>			
		<i>EU</i>	<i>VS</i>	<i>Azië</i>	<i>Totaal</i>
<i>bilateraal saldo van</i>	EU	-	75	25	100
	VS	-75	-	-225	-300
	Azië	-25	225	-	200
	Totaal	-100	300	-200	0

In het voorbeeld wordt afgezien van statistische verschillen en verder uitgegaan van perfecte rapportages. Daardoor komt het mondiale lopende rekeningsaldo (de som van nationale saldi) uit op nul. Wij gaan er terwille van de eenvoud van het voorbeeld tevens vanuit, dat de bilaterale lopende rekeningsaldi volledig neerslaan in de officiële reserves, die verder buiten de beschouwing van deze analyse blijven. Voorts wordt

afgezien van het saldo op de vermogensoverdrachtenrekening, zijn er geen stromen op de inkomstenrekening en zijn er geen statistische verschillen. Dit zijn sterke vereenvoudigingen van de werkelijkheid. Toch is deze vereenvoudiging gerechtvaardigd, omdat deze de transparantie van het voorbeeld ten goede komt en niet ten koste gaat van de essentie van het betoog. In de hierna volgende paragraaf zal de hier voorgestelde methodologie voor een aantal landen worden toegepast op feitelijke betalingsbalansdata.

Neem verder aan, dat de EU in het verleden reeds forse directe bezittingen in de VS heeft opgebouwd en vice versa. Hetzelfde geldt voor de EU en de VS die beide bedrijven in Azië bezitten. De investeringen van Azië in zowel de VS als de EU tot dusver zijn relatief beperkt. Tabel 7.4 geeft weer hoe de investeringen over de wereld zijn verdeeld. In deze tabel staan zowel de bruto- als de nettoposities weergegeven. Omdat de bruto activa van de VS in de EU per definitie gelijk zijn aan de bruto passiva van de EU ten opzichte van de VS, moet de tabel met nettoposities uiteraard weer sluiten.

Tabel 7.4: beginstanden internationale vermogensposities voorbeeld 3

<i>bruto bezittingen in:</i>					
		<i>EU</i>	<i>VS</i>	<i>Azië</i>	<i>Totaal</i>
<i>bruto bezittingen</i>	<i>EU</i>	-	1000	250	1250
	<i>VS</i>	1500	-	350	1850
<i>van:</i>	<i>Azië</i>	100	150	-	250
	<i>Totaal</i>	1600	1150	600	3350
<i>bruto schulden aan:</i>					
		<i>EU</i>	<i>VS</i>	<i>Azië</i>	<i>Totaal</i>
<i>bruto schulden</i>	<i>EU</i>	-	1500	100	1600
	<i>VS</i>	1000	-	150	1150
<i>van:</i>	<i>Azië</i>	250	350	-	600
	<i>Totaal</i>	1250	1850	250	3350
<i>netto vermogenspositie</i>					
		<i>EU</i>	<i>VS</i>	<i>Azië</i>	<i>Totaal</i>
<i>netto vermogenspositie</i>	<i>EU</i>	-	-500	150	-350
	<i>VS</i>	500	-	200	700
<i>ten opzichte van:</i>	<i>Azië</i>	-150	-200	-	-350
	<i>Totaal</i>	350	-700	350	0

In hetzelfde jaar waar de in tabel 7.3 vermelde saldi op de lopende rekening betrekking op hebben is ook sprake van vermogenswinsten en -verliezen. Deze zijn weergegeven in tabel 7.5. De bovenkant van deze tabel bevat de willekeurig gekozen percentages, de onderkant bevat de bedragen in miljarden euro's.

Tabel 7.5: vermogenswinsten en -verliezen voorbeeld 3

vermogenswinst (%) in:					
		EU	VS	Azië	
vermogens- winst van:	EU	-	-5	10	
	VS	10	-	20	
	Azië	5	5	-	
vermogenswinst (in € miljard) in:					
		EU	VS	Azië	Totaal
vermogens- winst van:	EU	-	-50	25	-25
	VS	150	-	70	220
	Azië	5	7,5	-	12,5
	Totaal	155	-42,5	95	207,5

De vermogensmutaties worden verwerkt in tabel 7.6. Daarin staan de bruto wederzijdse vermogensposities van alle blokken weergegeven. Dankzij de afwezigheid, althans in dit gestileerde voorbeeld, van rapportagefouten en statistische verschillen sluit de vermogensstatistiek op wereldniveau nog steeds voorbeeldig.

Tabel 7.6: eindstanden internationale vermogensposities voorbeeld 3

bruto bezittingen in:					
		EU	VS	Azië	Totaal
bruto bezittingen van:	EU	-	950	275	1225
	VS	1650	-	420	2070
	Azië	105	157,5	-	262,5
	Totaal	1755	1107,5	695	3557,5
bruto schulden aan:					
		EU	VS	Azië	Totaal
bruto schulden van:	EU	-	1650	105	1755
	VS	950	-	157,5	1107,5
	Azië	275	420	-	695
	Totaal	1225	2070	262,5	3557,5
netto vermogenspositie					
		EU	VS	Azië	Totaal
netto vermogenspositie ten opzichte van:	EU	-	-700	170	-530
	VS	700	-	262,5	962,5
	Azië	-170	-262,5	-	-432,5
	Totaal	530	-962,5	432,5	0

Tot slot van dit voorbeeld worden de vermogenswinsten en -verliezen toegerekend aan de lopende rekeningen van de drie in dit voorbeeld onderscheiden blokken. Het blijkt dat dankzij de vermogensmutaties de 'global imbalances' drastisch zijn veranderd, zowel qua omvang als structuur.

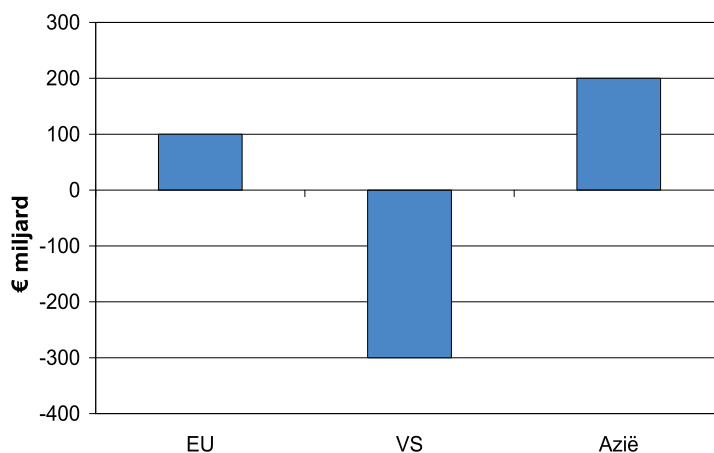
Tabel 7.7: met vermogensmutaties gecorrigeerde lopende rekeningsaldi voorbeeld 3

<i>bilateraal overschot met:</i>				
	EU	VS	Azië	Totaal
EU		-125	45	-80
w.v. betalingsbalansstromen		75	25	100
w.v. vermogensmutatie activa		-50	25	-25
w.v. vermogensmutatie passiva		-150	-5	-155
VS	125		-162,5	-37,5
w.v. betalingsbalansstromen	-75		-225	-300
w.v. vermogensmutatie activa	150		70	220
w.v. vermogensmutatie passiva	50		-7,5	42,5
Azië	-45	162,5		117,5
w.v. betalingsbalansstromen	-25	225		200
w.v. vermogensmutatie activa	5	7,5		12,5
w.v. vermogensmutatie passiva	-25	-70		-95
Totaal	80	37,5	-117,5	0
w.v. betalingsbalansstromen	-100	300	-200	0
w.v. vermogensmutatie activa	155	-42,5	95	207,5
w.v. vermogensmutatie passiva	25	-220	-12,5	-207,5

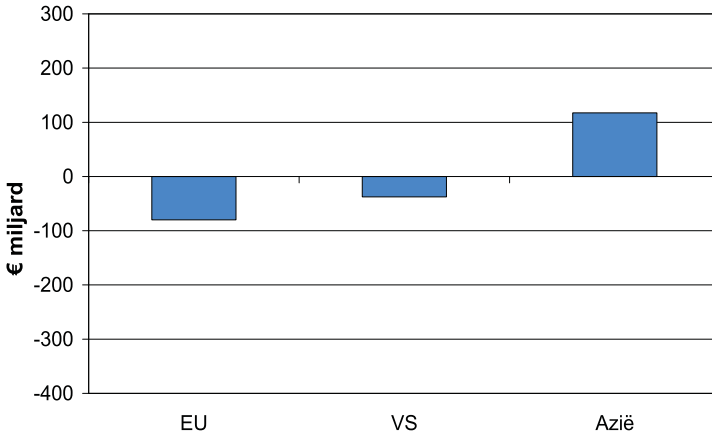
Na verwerking van de vermogensmutaties heeft de EU een tekort van € 80 miljard, loopt het tekort van de VS terug tot € 37,5 miljard en daalt het Aziatische overschot tot € 117,5 miljard.

De 'global imbalances' uit het begin van dit voorbeeld blijken er opeens heel anders uit te zien, waarbij de onevenwichtigheden verregaand zijn verminderd. Dit wordt geïllustreerd in figuren 7.1 en 7.2.

Grafiek 7.1: 'global imbalances' voor correctie vermogensmutaties



Grafiek 7.2: 'global imbalances' na correctie vermogensmutaties



Dit uitgebreide voorbeeld illustreert nogmaals, dat in geval van bruto wederzijdse vorderingen de vermogensmutaties dermate groot kunnen zijn, dat zij de gebruikelijke lopende rekeningsaldi in een geheel ander daglicht stellen.

In de volgende paragraaf zal van een aantal landen, waaronder Nederland en de VS, voor een aantal jaren de mutaties in het externe vermogen, voor zover niet geregistreerd op de betalingsbalans, in deze laatstgenoemde worden verwerkt.

Toepassing op de Verenigde Staten en enkele andere landen

In tabel 7.8 staat de betalingsbalans van de Verenigde Staten voor de jaren 2000 - 2005. In de diverse onderdelen van deze tabel staan de traditionele betalingsbalansdata, aangevuld met de veranderingen in het externe vermogen zoals die kunnen worden gevonden in de betreffende statistieken. Daarbij is de post 'vermogensmutaties' berekend door de veranderingen in het externe vermogen (berekend door van jaar tot jaar de verandering in de gerapporteerde stand van de vermogensstatistieken te berekenen) te corrigeren voor de betalingsbalansstromen. Het verschil vormt de vermogensmutaties.

Bij de berekening van de in de nu volgende tabellen gebruikte data is als volgt te werk gegaan. Het vertrekpunt werd gevormd door de betalingsbalansdata zoals officieel gerapporteerd. Het saldo op de lopende rekening wordt gecorrigeerd voor de totale netto vermogenswinsten op de diverse posten op de financiële rekening en op de officiële reserves.

Vervolgens worden de onderliggende bruto mutaties van deze netto vermogenswinst geboekt op de financiële rekening en op de post officiële reserves. Daarbij wordt een in het buitenland behaalde bruto vermogenswinst geboekt als uitvoer van kapitaal (opbouw van buitenlandse activa). Een in het buitenland gerealiseerd vermogensverlies wordt daarbij geboekt als een negatieve uitvoer van kapitaal (afbouw van buitenlandse activa, positief teken). Door buitenlanders behaalde vermogenswinsten worden geboekt als de invoer van kapitaal (opbouw externe passiva). Door hen in

het rapporterende land behaalde vermogensverliezen worden daar gezien als afbouw van externe passiva (dus een negatieve post bij de invoer van kapitaal, negatief teken).

De aldus berekende data staan in tabel 7.8 uitvoerig weergegeven. Daarmee kunnen in deze tabel de verrichte berekeningen stap voor stap worden gevolgd. In tabellen 7.9 tot en met 7.11 zijn de berekeningen herhaald voor Japan, de EMU en Nederland. Daarbij is weergave van de precieze berekeningen achterwege gelaten en wordt alleen het eindresultaat gepresenteerd: de betalingsbalans na integratie van de vermogensmutaties op het externe vermogen. Alle data zijn ontleend aan het IMF en luiden in miljarden Amerikaanse dollars

Table 7.8: Verenigde Staten. Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties (2000 – 2005)

Verenigde Staten	Mutatie standen extern vermogen					Betalingsbalansstromen zoals gerapporteerd					Kapitaalwinsten of -verliezen							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Totaal netto extern vermogen (excl. Officiële reserves)	-534	-761	-144	90	-115	-96												
Lopende rekening							-415	-389	-472	-528	-665	-792						
Vermogensoverdrachten							-1	-1	-1	-3	-2	-4						
Externe activa (totaal)	9	-472	-151	1485	1751	1005												
Directe investeringen	-146	-379	-292	706	559	237	-560	-378	-291	-328	-870	-441	-551	-850	-442	1157	881	565
Beleggingen in aandelen	-151	-240	-238	704	481	526	-159	-142	-154	-150	-244	-9	-305	-521	-446	556	315	227
Beleggingen in schuldpapier	25	-16	148	169	119	-6	-107	-109	-17	-118	-85	-142	-258	-349	-255	586	397	384
overig financieel verkeer	281	163	231	-95	593	248	-21	18	-32	-29	-62	-38	4	2	116	140	57	-44
Externe passiva (totaal)	543	289	-7	1395	1866	1101												
Directe investeringen	-15	-223	-538	433	249	94	1047	783	798	865	1450	1212	-504	-494	-805	530	416	-111
Beleggingen in aandelen	31	-70	-237	504	284	179	321	167	84	64	133	110	-336	-390	-622	369	116	-16
Beleggingen in schuldpapier	247	362	414	461	693	549	194	122	54	34	62	87	-163	-192	-291	470	222	93
overig financieel verkeer	280	220	354	-2	640	279	243	307	374	486	704	822	4	55	41	-25	-11	-273
Statistische verschillen							289	188	286	281	551	194	-9	33	68	-283	89	85
Officiële reserves	-8	2	29	25	6	-2	-70	-10	-29	-8	85	10	-8	-3	25	26	9	13

Tabel 7.8 (vervolg)

	Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo lopende rekening (origineel)	-415	-389	-472	-528	-665	-792
Netto vermogenswinst financiële rekening	-47	-356	363	627	465	676
Netto vermogenswinst reserves	-8	-3	25	26	9	13
Saldo lopende rekening (gecorrigeerd)	-470	-748	-84	125	-192	-103
Saldo vermogensoverdrachtenrekening	-1	-1	-1	-3	-2	-4
Financiële rekening (activa) Totaal	-9	472	151	-1485	-1751	-1005
w.v. betalingsbalansstromen	-560	-378	-291	-328	-870	-441
w.v. vermogensmutaties	551	850	442	-1157	-881	-565
directe investeringen	146	379	292	-706	-559	-237
w.v. betalingsbalansstromen	-159	-142	-154	-150	-244	-9
w.v. vermogensmutaties	305	521	446	-556	-315	-227
beleggingen in aandelen	151	240	238	-704	-481	-526
w.v. betalingsbalansstromen	-107	-109	-17	-118	-85	-142
w.v. vermogensmutaties	258	349	255	-586	-397	-384
beleggingen in schuldpapier	-25	16	-148	-169	-119	6
w.v. betalingsbalansstromen	-21	18	-32	-29	-62	-38
w.v. vermogensmutaties	-4	-2	-116	-140	-57	44
overig financieel verkeer	-281	-163	-231	95	-593	-248
w.v. betalingsbalansstromen	-273	-145	-88	-31	-480	-252
w.v. vermogensmutaties	-8	-18	-143	126	-113	3
Financiële rekening (passiva) Totaal	543	289	-7	1395	1866	1101
w.v. betalingsbalansstromen	1047	783	798	865	1450	1212
w.v. vermogensmutaties	-504	-494	-805	530	416	-111
directe investeringen	-15	-223	-538	433	249	94
w.v. betalingsbalansstromen	321	167	84	64	133	110
w.v. vermogensmutaties	-336	-390	-622	369	116	-16
beleggingen in aandelen	31	-70	-237	504	284	179
w.v. betalingsbalansstromen	194	122	54	34	62	87
w.v. vermogensmutaties	-163	-192	-291	470	222	93
beleggingen in schuldpapier	247	362	414	461	693	549
w.v. betalingsbalansstromen	243	307	374	486	704	822
w.v. vermogensmutaties	4	55	41	-25	-11	-273
overig financieel verkeer	280	220	354	-2	640	279
w.v. betalingsbalansstromen	289	188	286	281	551	194
w.v. vermogensmutaties	-9	33	68	-283	89	85
Statistische verschillen	-70	-10	-29	-8	85	10
Saldo betalingsbalans (excl. reserves)	-8	2	29	24	6	-2
Mutatie goud en deviezen	8	-2	-29	-25	-6	2
w.v. betalingsbalansstromen	0	-5	-4	2	3	14
w.v. vermogensmutaties	8	3	-25	-26	-9	-13

Tabel 7.9: EMU. Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties (2000 – 2005)

EMU						
Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo lopende rekening (origineel)	-82	-19	51	37	63	-28
Netto vermogenswinst financiële rekening	-6	33	-350	-409	-342	168
Netto vermogenswinst reserves	-6	11	35	37	11	19
Saldo lopende rekening (gecorrigeerd)	-94	25	-264	-336	-268	159
Saldo vermogensoverdrachtenrekening	8	6	10	15	22	15
Financiële rekening (activa) Totaal	-429	-429	-854	-2402	-1697	-693
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-965	-797	-547	-763	-991	-1547
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	535	368	-307	-1639	-706	854
directe investeringen	-279	-203	-249	-747	-323	13
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-414	-298	-163	-166	-179	-287
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	135	95	-86	-581	-144	300
beleggingen in aandelen	-66	92	89	-463	-330	-262
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-268	-91	-34	-91	-129	-174
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	202	183	123	-372	-201	-88
beleggingen in schuldpapier	-45	-112	-288	-450	-408	-105
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-118	-164	-129	-222	-292	-377
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	73	53	-158	-228	-116	272
overig financieel verkeer	-40	-206	-406	-742	-637	-338
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-166	-244	-220	-284	-392	-708
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	126	38	-186	-458	-245	370
Financiële rekening (passiva) Totaal	449	354	1188	2778	2009	602
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	979	755	531	730	962	1625
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-530	-401	657	2048	1048	-1023
directe investeringen	267	188	396	909	376	-319
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	380	200	184	151	126	95
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-112	-12	213	758	250	-414
beleggingen in aandelen	-235	-55	-13	531	465	448
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	38	207	78	127	163	344
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-272	-262	-92	404	302	104
beleggingen in schuldpapier	164	77	410	616	548	32
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	230	111	220	271	333	404
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-66	-34	190	345	214	-372
overig financieel verkeer	253	145	395	722	621	442
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	331	237	49	181	339	783
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-79	-92	346	541	282	-340
Statistische verschillen	43	39	-43	-52	-70	-89
Saldo betalingsbalans (excl. reserves)	-22	-5	38	3	-5	-5
Mutatie goud en deviezen	22	5	-38	-3	5	5
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	16	17	-3	33	16	24
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	6	-11	-35	-37	-11	-19

Tabel 7.10: Japan. Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties (2000 – 2005)

Japan						
Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo lopende rekening (origineel)	120	88	112	136	172	166
Netto vermogenswinst financiële rekening	177	115	-29	18	24	-376
Netto vermogenswinst reserves	24	-1	21	18	9	-22
Saldo lopende rekening (gecorrigeerd)	321	201	105	172	205	-232
Saldo vermogensoverdrachtenrekening	-9	-3	-3	-4	-5	-5
Financiële rekening (activa) Totaal	117	128	-103	-342	-398	-123
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-119	-99	-82	-55	-253	-348
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	236	226	-22	-287	-145	225
directe investeringen	-30	-22	-4	-31	-35	-16
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-32	-39	-32	-29	-31	-45
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	2	17	28	-2	-4	29
beleggingen in aandelen	23	35	17	-64	-90	-44
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-20	-11	-37	-4	-31	-23
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	43	46	54	-59	-59	-21
beleggingen in schuldpapier	-87	-18	-121	-263	-198	-61
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-64	-96	-49	-172	-142	-173
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-24	77	-73	-91	-56	112
overig financieel verkeer	211	132	6	16	-74	-2
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-4	47	36	150	-48	-107
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	215	86	-31	-134	-26	104
Financiële rekening (passiva) Totaal	-373	-290	69	396	396	377
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	41	51	18	127	275	226
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-414	-341	50	269	121	151
directe investeringen	4	0	28	12	7	4
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	8	6	9	6	8	3
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-4	-6	19	5	-1	1
beleggingen in aandelen	-283	-174	-36	221	182	383
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-1	39	-17	88	98	131
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-282	-213	-19	133	84	251
beleggingen in schuldpapier	2	-44	-19	36	104	6
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	49	21	-3	-7	98	52
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-47	-66	-16	42	6	-46
overig financieel verkeer	-96	-72	96	128	103	-16
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-15	-16	29	40	71	39
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-81	-56	67	88	32	-56
Statistische verschillen	17	4	0	-17	-29	-16
Saldo betalingsbalans (excl. reserves)	73	39	67	205	169	0
Mutatie goud en deviezen	-73	-39	-67	-205	-169	0
<i>w.v. betalingsbalansstromen</i>	-49	-40	-46	-187	-161	-22
<i>w.v. vermogensmutaties</i>	-24	1	-21	-18	-9	22

Tabel 7.11: Nederland. Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties (2000 – 2005)

Nederland						
Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo lopende rekening (origineel)	7	10	11	30	52	49
Netto vermogenswinst financiële rekening	-33	3	-72	82	7	-67
Netto vermogenswinst reserves	-2	0	2	3	1	1
Saldo lopende rekening (gecorrigeerd)	-28	13	-59	115	60	-17
Saldo vermogensoverdrachtenrekening	0	-3	-1	-3	-2	-2
Financiële rekening (activa) Totaal	-70	-104	-249	-510	-403	-44
w.v. betalingsbalansstromen	-168	-181	-124	-175	-198	-275
w.v. vermogensmutaties	99	77	-124	-335	-205	231
directe investeringen	-45	-27	-64	-127	-75	-32
w.v. betalingsbalansstromen	-75	-51	-32	-45	-26	-141
w.v. vermogensmutaties	30	24	-33	-82	-48	109
beleggingen in aandelen	-4	19	18	-132	-93	-37
w.v. betalingsbalansstromen	-23	-30	-8	-15	-35	-11
w.v. vermogensmutaties	19	48	26	-117	-59	-25
beleggingen in schuldpapier	-21	-26	-102	-130	-134	-5
w.v. betalingsbalansstromen	-42	-31	-56	-48	-71	-70
w.v. vermogensmutaties	21	5	-46	-82	-63	65
overig financieel verkeer	0	-70	-100	-121	-102	30
w.v. betalingsbalansstromen	-28	-70	-28	-67	-67	-53
w.v. vermogensmutaties	28	-1	-72	-54	-35	82
Financiële rekening (passiva) Totaal	96	97	316	404	344	66
w.v. betalingsbalansstromen	161	178	120	151	146	230
w.v. vermogensmutaties	-65	-80	197	254	198	-164
directe investeringen	52	39	67	77	43	-23
w.v. betalingsbalansstromen	63	52	26	20	2	40
w.v. vermogensmutaties	-12	-13	42	56	41	-63
beleggingen in aandelen	-13	-67	-22	52	50	130
w.v. betalingsbalansstromen	17	13	0	1	0	83
w.v. vermogensmutaties	-30	-80	-22	51	50	47
beleggingen in schuldpapier	44	47	122	167	123	3
w.v. betalingsbalansstromen	38	61	50	84	68	76
w.v. vermogensmutaties	5	-14	72	82	55	-73
overig financieel verkeer	14	78	150	109	127	-45
w.v. betalingsbalansstromen	43	51	45	45	76	31
w.v. vermogensmutaties	-29	26	105	64	52	-76
Statistische verschillen	1	-3	-6	-3	2	-4
Saldo betalingsbalans (excl. reserves)	-1	-1	2	3	0	-1
Mutatie goud en deviezen	2	1	-2	-3	0	1
w.v. betalingsbalansstromen	0	0	0	0	1	2
w.v. vermogensmutaties	2	0	-2	-3	-1	-1

De gecorrigeerde betalingsbalansdata werpen, net als in het eerder uitgewerkte gesticteerde voorbeeld, een geheel ander licht op de internationale positie van de Verenigde Staten. Die is veel minder slecht dan men op grond van de gebruikelijke betalingsbalansdata zou verwachten. Het immense tekort in het lopende verkeer wordt verregaand gecompenseerd door netto vermogenswinsten op de buitenlandse activa, on-

danks het feit dat het land een netto passiefpositie heeft. Een belangrijke verklaring voert terug op de uiteenlopende samenstelling van de externe activa en passiva van de VS. Een en ander staat uitgewerkt in hoofdstuk 5.

De externe positie van de VS blijkt dus minder zwak dan verwacht, hetgeen wellicht een verklaring vormt voor de relatieve kracht van de dollar tegenover de andere belangrijke valuta's. De Amerikaanse munt is ten opzichte van enkele jaren geleden weliswaar aanzienlijk in waarde gedaald, maar velen verwachten nog steeds een forse verdere depreciatie. Dat dit proces zich aanmerkelijk trager voltrekt dan menigeen verwacht kan wellicht worden verklaard uit het feit dat de externe positie van de VS veel minder slecht is dan het beeld dat door de gebruikelijke lopende rekeningstatistieken geschetst wordt [Boonstra 2007-b)].

Ook de gecorrigeerde betalingsbalans van Japan blijkt in de meeste jaren (nog) sterker dan de reguliere betalingsbalans. Het tegenovergestelde geldt voor de EMU, die vanaf 2002 forse netto vermogensverliezen op de buitenlandse bezittingen moest incasseren. Dit komt overeen met de opmars van de euro tegenover de dollar en de yen, die tot forse valutaverliezen in het buitenland zal hebben geleid.

Mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden

Het voorgaande roept de vraag op hoe de in de literatuur en de pers veel besproken mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden er uit zouden zien als niet naar de reguliere, maar naar de gecorrigeerde betalingsbalanscijfers wordt gekeken. Helaas kan op deze vraag maar een zeer partieel antwoord worden gegeven, omdat de benodigde data hiervoor ontbreken.

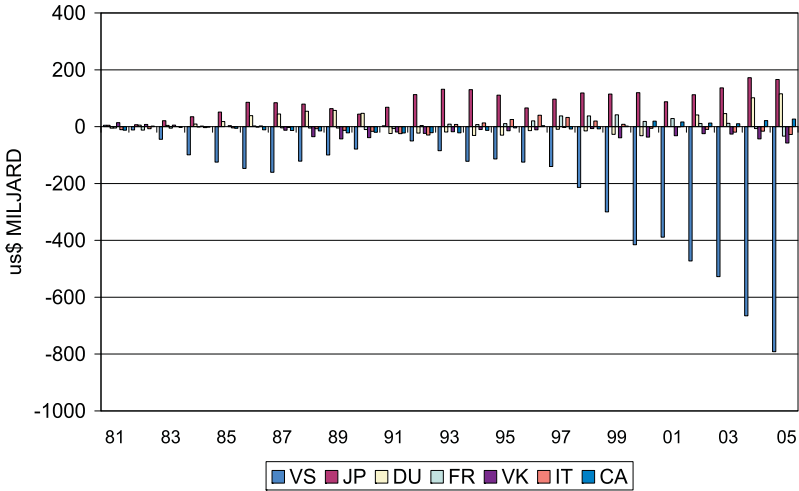
Zo wordt de internationale vermogenspositie van China, dat tegenwoordig zo'n grote rol speelt bij de wereldwijde betalingsbalansontwikkelingen, door het IMF pas vanaf 2004 gerapporteerd. De lidstaten van de OPEC, en dan met name die in het Midden Oosten, houden hun externe vermogenspositie angstvallig geheim. In een tijdvak waarin deze landen dankzij de hoge olieprijs enorme overschotten in het lopende verkeer boeken nemen zij een groot deel van de modiale betalingsbalansonevenwichtigheden voor hun rekening. De wijze waarop zij hun overschotten besteden dan wel beleggen is een belangrijke factor achter het wisselkoersverloop van de grote valuta's. Helaas is hierover relatief weinig bekend [Higgins et al. (2006)].

Data over de externe vermogenspositie van de EMU worden vanzelfsprekend pas met ingang van 1999 gerapporteerd, waarbij iedere uitbreiding van de eurozone ook nog eens een reeksbreuk oplevert. In tabel 7.9 heb ik de gevolgen van de uitbreiding van de EMU met Griekenland voor de data genegeerd. Dit kan worden gerechtvaardigd omdat de externe activa en passiva van Griekenland verhoudingsgewijs gering zijn. Ook ben ik ervanuit gegaan dat deze activa en passiva vaak betrekking zullen hebben op de relaties met andere Europese landen. De data kunnen hiervoor niet goed worden gecorrigeerd, omdat de regionale spreiding van de internationale activa en passiva niet voor alle categorieën bekend is.

Toch kan wel degelijk worden getracht om met de gecorrigeerde betalingsbalansopstelling de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden in kaart te brengen, zij het

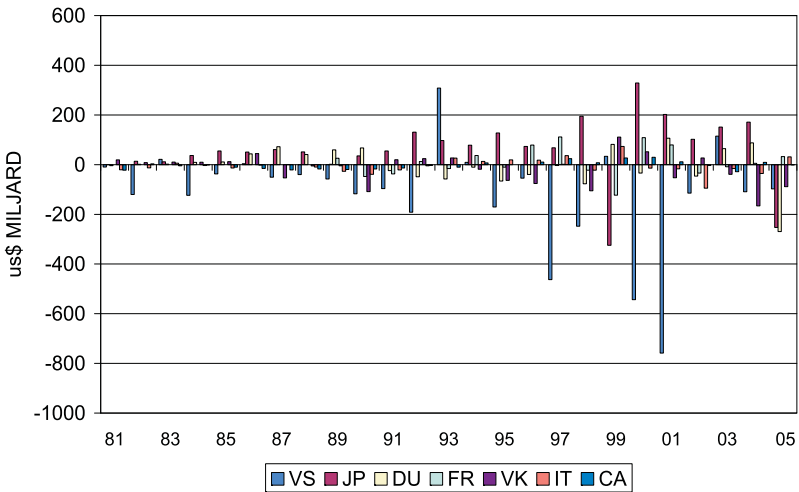
dat deze benadering dus de nodige beperkingen heeft. Voor de meeste grotere industrielanden zijn immers wel degelijk de benodigde data aanwezig. Grafieken 7.3 en 7.4 geven respectievelijk de lopende rekening saldi en de veranderingen in de externe vermogensposities van de landen van de G7.

Grafiek 7.3: lopende rekening saldi G7 (1981 – 2005)



Bron: IMF, IFS

Grafiek 7.4: verandering in de externe vermogensposities G7 (1981 – 2005)

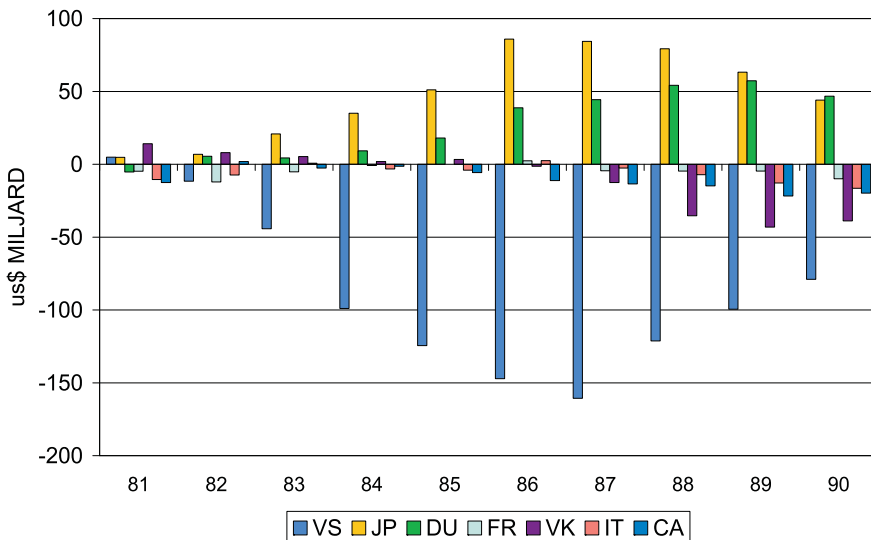


Bron: IMF, IFS

Om de vergelijking te vereenvoudigen hebben beide grafieken dezelfde schaal. Zoals kon worden verwacht is het beeld in grafiek 7.4 aanmerkelijk gevarieerder dan het standaardbeeld zoals dat grafiek 7.3 is weergegeven.

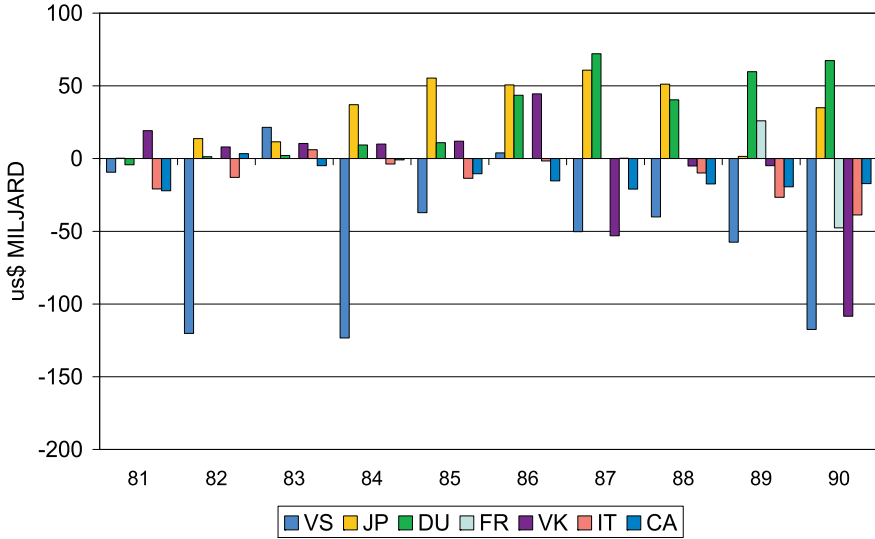
Vanwege de omvang van de tekorten op de Amerikaanse lopende rekening in recente jaren wordt de grafiek echter dermate ver opgerekt, dat de uitslagen in eerdere jaren en de saldi van andere landen vrijwel in het niet verdwijnen. Daarom is in grafieken 7.5 en 7.6 het verloop van de saldi in de periode 1980 – 1990 apart weergegeven. Ook deze jaren werden gekenmerkt door grote onevenwichtigheden op de betalingsbalans van een aantal landen, althans zo werd het indertijd ervaren [Bartolini & Lahiri (2006), Turner (1991)]. De Verenigde Staten waren, ook toen, de ‘boosdoener’ met hun zogeheten ‘twin deficits’, terwijl Duitsland en vooral Japan de grote overschotlanden waren.

Grafiek 7.5: saldo lopende rekening G7 (1981 – 1990)



Bron: IMF, IFS

Grafiek 7.6: verandering in de externe vermogensposities G7 (1981 – 1990)



Bron: IMF, IFS

Ook uit deze grafieken komt een beeld naar voren dat de financiële onevenwichtigheden ook in de jaren '80 minder groot waren dan louter op grond van betalingsbalansdata kan worden verwacht. Zeker als in de beschouwing wordt betrokken, dat de wederzijdse vermogensposities van landen in die tijd nog aanmerkelijk kleiner waren dan tegenwoordig, is dit een opmerkelijke constatering.

Het Amerikaanse tekort blijkt kleiner, de Japanse overschotten ook. Dit strookt met berichten uit die tijd over de financiële missers van bijvoorbeeld Japanse vastgoedbeleggers in de Verenigde Staten. Overigens moet er wel op worden gewezen dat een deel van de correctie van de onevenwichtigheden die optrad het gevolg was van beleidskeuzes. Zo werd, mede in reactie op de onevenwichtigheden in het lopende verkeer gekozen voor een internationaal gecoördineerd beleid om de koers van de dollar omlaag te brengen ten opzichte van de Japanse yen en de Duitse mark. Dit werd onder meer geregeld bij het zogeheten Plaza-akkoord van september 1985 en het Louvre-akkoord uit februari 1987 [Boughton (2001)]. Hoewel tot op de dag van vandaag de meningen verschillen over het antwoord op de vraag of de opgetreden daling van de dollarkoers aan deze overeenkomsten mag worden toegeschreven of niet, heeft deze, via de valutawinst op de buitenlandse activa van de Verenigde Staten, een stevige rol gespeeld bij het redresseren van de onevenwichtigheden.

Tot besluit

In dit hoofdstuk is getracht de in het buitenland gerealiseerde vermogenswinsten en -verliezen te integreren in de betalingsbalans. Het blijkt dat de op deze wijze verkregen

aangepaste betalingsbalansopstelling een ander licht werpt op de veelbesproken mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden. Het lijkt dan ook een bruikbare innovatie.

Aan de integratie van de betalingsbalans met de vermogensstatistieken kleven desondanks nog wel de nodige haken en ogen. De eerste betreft de kwaliteit en de beschikbaarheid van de beschikbare data. In de hier voorgestelde betalingsbalansindeling wordt de kwaliteit van de betalingsbalansstatistiek en de vermogensstatistiek als gelijkwaardig behandeld. Wat betreft Nederland is dit sinds 2003 inderdaad terecht. In de praktijk is voor veel landen de kwaliteit van de internationale vermogensstatistieken op onderdelen tot nu toe nog minder dan gewenst, met name waar het het effectenverkeer betreft. Toch komen deze data voor steeds meer landen beschikbaar en aan de verbetering van de kwaliteit ervan wordt gestaag gewerkt.

Een tweede nadeel is, dat de data inzake de externe vermogenspositie nog lang niet voor alle landen beschikbaar zijn en dat langere tijdreeksen daarbij vaak ontbreken. Het is dus ook nog niet mogelijk om te toetsen in hoeverre deze statistiek mondiaal goed sluitend is en waar de statistische verschillen moeten worden gezocht.

Tot slot zijn de vermogensdata, een enkele uitzondering daargelaten, slechts beschikbaar op jaarbasis en komen zij slechts met grote vertraging beschikbaar. Voor de korte termijnanalyses op de financiële markten zijn zij daardoor vooralsnog ten enen male ongeschikt. Overigens kan dit bezwaar voor een deel worden ondervangen als regelmatig schattingen van de externe vermogensposities zouden worden gepubliceerd. Voor sommige onderdelen, zoals de effectenposities, moet dit op grond van beurs- en renteontwikkelingen mogelijk zijn. Ook de invloed van wisselkoersbewegingen op de externe vermogenspositie kan redelijk goed worden ingeschat. De waardeverandering van de directe investeringspositie leent zich wellicht minder voor schatting op maand- of kwartaalbasis. Desondanks moet het mogelijk zijn om tot op zekere hoogte in te schatten in welke richting de externe vermogenspositie van een land zich beweegt.

Verder is het evident dat de gebruikelijke betalingsbalansopstelling, los van de eerder genoemde haken en ogen, een beter beeld geeft van het spaar- en investeringsgedrag in en de concurrentiepositie van een land. Ook sluit deze opstelling qua methodologie goed aan op het stelsel van Nationale Rekeningen.

Vanwege al deze overwegingen is het raadzaam om de gewone betalingsbalansopstelling te blijven publiceren. Daar komt nog bij dat de betalingsbalansopstelling wereldwijd is gestandaardiseerd op grond van voorschriften, opgesteld door het IMF. DNB heeft al aangegeven om deze reden de betalingsbalansindeling niet te kunnen wijzigen. Wel heeft zij aangegeven voortaan eenmaal per jaar een zogeheten reconciliatietabel te publiceren in het Statistisch Bulletin, om de aansluiting tussen de betalingsbalans en de ontwikkeling van de externe vermogenspositie tot stand te brengen [Aarsman & Lub (2007)]. Toch lijkt het een goed idee om daarnaast de hier voorgestelde opstelling waar mogelijk ook in de officiële statistische bulletins te laten opnemen. Want deze opstelling biedt inzicht in het antwoord op de vraag, waarom landen zich gedurende langere tijd een stevig negatief spaarsaldo kunnen veroorloven, zonder dat hun valuta ineens stort. Ook werpt integratie van de vermogensstatistieken in de betalingsbalansopstelling in een aantal gevallen een andere kijk op de veelbesproken 'global imbalances'. Beter inzicht daarin kan bijdragen aan rust op de valutamarkten en kan beleidsmakers behoeden voor overreacties.

Hoofdstuk 8

Tot besluit

Overzicht en samenvatting

In dit proefschrift is een verklaring gezocht voor het verschijnsel dat de ontwikkeling van de externe vermogensposities van landen steeds meer losstaat van hun nationale spaarsaldi, zoals die tot uiting komen in het saldo op de lopende rekening van hun betalingsbalans.

Het vertrekpunt voor het schrijven van dit proefschrift was verwondering over de op het oog zwakke internationale vermogenspositie van Nederland. Het is in dit proefschrift meerdere keren herhaald: ons land heeft, alle overschotten in het lopende verkeer ten spijt, geen sterke internationale vermogenspositie. In de wetenschap dat het verloop van het saldo op de lopende rekening van oudsher door de beleidsmakers van ons land belangrijk wordt gevonden is dit een zeer relevante vraagstelling. Dit belang wordt des te meer duidelijk, nu in het debat omtrent de voorbereiding op de financieel-economische gevolgen van de vergrijzing van de Nederlandse bevolking wederom wordt gewezen op de noodzaak om via nationale spaaroverschotten een netto buitenlands vermogen te creëren [Koopmans (1993), Van Ewijk et al. (2006)].

Eind 2003, het jaar waarin ik mij voor het eerst in dit onderwerp verdiepte, had ons land bruto externe activa en passiva van respectievelijk € 1.585 miljard en € 1.593 miljard (circa 350% BBP). Ultimo 2006, slechts drie jaar later, waren de internationale activa van ons land opgelopen tot € 2.253 miljard en de passiva tot € 2.225 miljard (> 400 % BBP). Deze snelle toename van zowel de externe activa als passiva illustreert het enorme tempo waarin de diverse landen in de wereld onderling financieel vlovchten raken. Het illustreert ook het afnemende belang van het saldo op de lopende rekening als verklaring voor de ontwikkeling voor de externe positie. Bij dergelijke bedragen hoeven de rendementen op activa en passiva immers maar weinig uiteen te lopen om toch een groot eigenstandig effect te hebben op de ontwikkeling van de netto vermogenspositie. Daarbij is geconstateerd dat een groot deel van dergelijke rendementen, namelijk voor zover zij bestaan uit koerswinsten, waardeveranderingen van investeringen en valutawinsten of -verliezen niet op de gebruikelijke betalingsbalans worden geregistreerd. De althans op het eerste gezicht slechte aansluiting van betalingsbalansstatistieken en data over de internationale vermogensposities van landen heeft in de internationale literatuur inmiddels tot een ware hausse aan publicaties geleid over dit onderwerp en aanverwante thema's. Ter illustratie kan bijvoorbeeld worden verwezen naar de in de literatuurlijst opgenomen werken van Lane & Milesi-Feretti, Gorinchas & Rey, Hausmann & Sturzenegger, alsmede de daarin verder aangehaalde literatuur.

Nadat in hoofdstuk 1 en 2 van dit proefschrift achtereenvolgens probleemstelling, achtergrond en de benodigde basisbegrippen zijn geïntroduceerd, zijn in hoofdstuk 3 de drijvende krachten van de externe vermogenspositie van landen daarom theore-

tisch verder uiteengerafeld. Daarbij kwamen, naast het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, de volgende grootheden naar voren.

De eerste factor van belang is de omvang van de bruto externe activa en passiva in verhouding tot het BBP. Hoe hoger deze ratio, des te sterker zullen waarderingseffecten doorwerken.

Ten tweede speelt de samenstelling van activa en passiva een rol van belang. Als de samenstelling van de activa en die van de passiva sterk van elkaar afwijken zal, ervan uitgaand dat de rendementen per categorie kunnen verschillen, het totaalrendement op externe activa en passiva van elkaar gaan afwijken. Dit zogeheten samenstellings-effect speelt bijvoorbeeld sterk bij de Verenigde Staten, een land waarvan de externe activa een sterke nadruk kennen op directe investeringen en aandelenbeleggingen, terwijl de passiva voor een groot deel uit laagrentende obligaties bestaan.

De derde factor is het prestatie-effect. Dat speelt als binnen een categorie de rendementen uiteenlopen. Dit treedt bijvoorbeeld op als de beursontwikkeling van een land afwijkt van die in het buitenland. Daarbij doet zich het wat paradoxale effect voor dat een duidelijk bovengemiddelde beursprestatie voor de externe vermogenspositie van een land negatief uitpakt. Het meest tot de verbeelding sprekende voorbeeld hier is Finland. De buitengewoon krachtige stijging van de koers van het aandeel Nokia is op afstand de belangrijkste verklaring van de snelle verslechtering van de Finse externe vermogenspositie. Toen de koersen van de telecombedrijven na 2001 scherp daalden herstelde de Finse externe vermogenspositie zich weer. Ook de externe vermogenspositie van Nederland en Japan kan voor een deel op de relatieve ontwikkeling van respectievelijk de AEX en de NIKKEI beursindex ten opzichte van het buitenland worden verklaard.

De vierde en laatste factor is het valuta-effect: waardeveranderingen in externe activa ten gevolge van het verloop van de wisselkoers. Dit effect loopt door alle andere in theoretische zin onderscheiden effecten heen. Weliswaar is het in theorie mogelijk om het valuta-effect exact te berekenen, maar in de praktijk stuit dit op problemen. Om het valuta-effect te berekenen is het namelijk nodig om, per categorie, exact de valutaire samenstelling van externe activa en passiva te kennen. Die informatie is in het algemeen niet voorhanden. Wel is in hoofdstuk 6 getracht om voor Nederland het valuta-effect bij de directe investeringen te berekenen hetgeen, zij het met enkele stevige veronderstellingen, redelijk is gelukt.

In hoofdstuk 4 zijn de in hoofdstuk 3 beredeneerde effecten onderzocht voor een groep industrielanden. Daarbij kon in een aantal gevallen aannemelijk worden gemaakt dat zij inderdaad een belangrijke rol hebben gespeeld. Met name de relatieve prestaties van de aandelenbeurs blijken zich steeds meer te ontpoppen als drijvende kracht voor de externe vermogenspositie van landen. Dit viel te verwachten, gezien het snel toenemende belang van grensoverschrijdend beleggen, en het zal zich daarom in de toekomst ook steeds meer manifesteren.

Beperkingen

Gedurende dit onderzoek is herhaaldelijk gebleken dat zowel betalingsbalans- als vermogensstatistieken regelmatig en ingrijpend worden bijgesteld. Zeker gegevens over recente jaren zijn regelmatig het slachtoffer van bijstellingen. Alhoewel voor de

meeste landen zowel betalingsbalansdata als gegevens omtrent de internationale vermogenspositie voor 2006 reeds beschikbaar zijn, is de verwachting dat deze de komende tijd nog ingrijpend zullen worden gewijzigd. Om deze reden is de analyse beperkt gebleven tot de jaren tot en met 2005. De vraag die vervolgens naar voren komt is welke gegevens meer betrouwbaar zijn: de betalingsbalans of de statistieken inzake de externe vermogenspositie. Deze vraag valt voor de meeste landen op voorhand niet te beantwoorden. In de literatuur lopen de invalshoeken in het algemeen tamelijk sterk uiteen [Hausmann & Sturzenegger (2005), (2007), Van Ewijk et al. (2006), Gros (2006)].

In dit proefschrift is deze vraagstelling benaderd met behulp van twee cases, te weten de Verenigde Staten en Nederland. In de eerstgenoemde case staat de vraag centraal hoe het komt dat de VS, die jaar na jaar zeer grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans laten optekenen, een verhoudingsgewijs gunstige externe vermogenspositie hebben. Sterker nog, sedert 2001 is deze niet noemenswaardig verslechterd. De Amerikaanse externe tekorten hebben tot een ware explosie aan analyses en verklaringen geleid, zoals blijkt uit de in hoofdstuk 5 aangehaalde literatuur. De meest opvallende, want meer controversiële analyse is die van Hausmann & Sturzenegger. Zij constateren dat de VS nog steeds een overschot op de inkomensrekening van de betalingsbalans hebben (om precies te zijn: netto positieve kapitaalinkomsten hebben). Op grond daarvan concluderen zij vervolgens dat de VS in dat geval ook een positief netto extern vermogen moet hebben. In een recent artikel (2007) verbreden zij hun analyse tot meerdere landen en komen zij tot een geheel andere kijk op de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden. Daarom verdient hun analyse, ook al is deze voor de Verenigde Staten in hoofdstuk 5 al behandeld, op deze plaats nogmaals aandacht.

Hun analyse, hoewel origineel en met veel wiskunde gelardeerd, is ten principale van een naïeve simpelheid. Uitgaand van een tamelijk willekeurig berekend rendement op het netto vermogen, rekenen zij vervolgens terug hoe groot dit positieve externe vermogen dan zou moeten zijn. Het verschil tussen dit bedrag en de officieel gerapporteerde stand van het externe vermogen duiden zij aan als ‘dark matter’ [Hausmann & Sturzenegger (2005), (2007)]. Verder constateren zij dat daarmee ook de statistieken van de lopende rekening niet deugen, omdat die de veranderingen in de zwarte materie niet goed registreren. Hun analyse is om meerdere redenen enigszins curieus. Ten eerste omdat zij een fictief rendement loslaten op de netto vermogenspositie van landen. De aanname, want dat is het, dat een positief saldo op de inkomstenrekening per definitie een internationale actiefpositie impliceert gaat echter veel te ver, omdat duidelijk is dat deze netto positie tegenwoordig voor veel landen nog maar het topje van de ijsberg is. De bruto standen als percentage van het BBP zijn verhoudingsgewijs immers veel groter en, zoals uiteengezet in hoofdstuk 3 en 4 van dit proefschrift, hoe groter deze bruto standen zijn, des te sterker kan het rendement op activa en passiva uiteen gaan lopen. Dan kunnen activa, als zij verhoudingsgewijs beter renderen dan de passiva, toch tot positieve kapitaalinkomsten leiden, ook als sprake is van een netto passiefpositie. Ten tweede, en dat is ernstiger, gaan zij inconsequent om met de beschikbare statistieken.

Het fundament en vertrekpunt van hun analyse is het onderdeel kapitaalinkomsten van de inkomensrekening. Aan de juistheid van de aldaar gerapporteerde data

wordt door HS niet getwijfeld. Dat is begrijpelijk, omdat in geval van twijfel over deze cijfers hun gehele analyse als een kaartenhuis ineenzakt. Op grond van deze aanname komen zij vervolgens tot de conclusie dat de door het BEA gerapporteerde data over de externe vermogenspositie van de VS en indirect ook de Amerikaanse betalingsbalansdata (m.u.v. de inkomstenrekening) niet deugen.

Dit zijn heroïsche en aantoonbaar onjuiste aannames. Ten eerste kan, zelfs bij perfecte rapportage van zowel betalingsbalans als schulddata, een positief saldo bij de kapitaalinkomsten wel degelijk samengaan met een negatief extern vermogen (internationale passiefpositie). De eerder genoemde samenstellings-, prestatie- en valuta-effecten kunnen ook bij de op de betalingsbalans geboekte kapitaalinkomsten hun werk doen en tot op het eerste gezicht verrassende uitkomsten leiden.

Ten tweede zijn er redenen om aan te nemen dat de registratie van de kapitaalinkomsten op de betalingsbalans niet perfect is. Zelfs als wordt afgezien van waardemutaties, die naar hun aard niet zichtbaar zijn op de gebruikelijke betalingsbalansopstelling, moet worden gevreesd dat voor veel landen de registratie van de kapitaalinkomsten te wensen overlaat. De kans bestaat dat meegekochte en -verkochte rente (in geval van obligatiebeleggingen), dividenden (in het geval van beleggingen in aandelen) en gemanipuleerde winsten (bij directe investeringen) de juiste registratie verstoren. In ieder geval is er geen reden om de kwaliteit van de inkomstenrekening van de betalingsbalans, als enige statistiek, boven alle twijfel te verheffen.

Al met al valt de analyse van Hausmann & Sturzenegger niet in ieder opzicht helemaal serieus te nemen. Toch wijzen zij terecht op het gegeven dat de betalingsbalans en de vermogensstatistieken slecht op elkaar aansluiten. Ook kan hun stelling, dat de 'winst' die de Verenigde Staten op hun buitenlandse vermogen weten te boeken voor een deel kan worden aangeduid als 'seigniorage' op de creatie van dollars, zonder meer worden onderschreven [Buiter (2006-a), Boonstra (2006-b)].

Hun constatering dat het bij de analyse van de veelbesproken 'global imbalances' niet langer volstaat om uitsluitend naar de betalingsbalans te kijken lijkt wel geheel terecht.

Daniel Gros (2006) komt in zijn analyse exact tot de tegengestelde conclusie als Hausmann & Sturzenegger. Net als zij begint ook Gros bij de kapitaalinkomsten, maar hij maakt vervolgens plausibel dat op deze rekening de winsten die buitenlandse investeerders op hun directe investeringen in de Verenigde Staten halen systematisch worden onderschat. De Amerikaanse inkomstenrekening zou, als deze winsten correct zouden worden geregistreerd, juist fors negatief zijn. Hij concludeert daarbij ook dat de waarde van buitenlandse investeringen in de VS veel te laag wordt weergegeven en dat de externe vermogenspositie van de VS nog veel slechter is dan het BEA aangeeft. In hun artikel van juli 2007 gaan Hausmann & Sturzenegger in op deze kritiek in een poging deze te weerleggen, iets waar zij niet overtuigend in slagen.

Ook in de analyse in hoofdstuk 5 van dit proefschrift wordt uitgebreid ingegaan op de gebrekkige aansluiting tussen de betalingsbalansstatistieken en de internationale vermogenspositie van de Verenigde Staten. Daarbij wordt geconcludeerd dat het 'gat' dat op het eerste gezicht tussen de statistieken zit, zelfs onder de veronderstelling dat

beide statistieken van vergelijkbare kwaliteit zijn, verregaand kan worden verklaard uit samenstellingseffect, prestatie-effect en valuta-effect. Er is geen zwarte materie of andere economische voodoo voor nodig.

De Nederlandse case in hoofdstuk 6 is in veel opzichten het spiegelbeeld van die van de VS. Ons land heeft al vele decennia een structureel en hoog nationaal spaaroverschot. Toch wil het met de opbouw van een netto externe actiefpositie niet echt vlotten. Deze is maar marginaal positief en is sinds het begin van de jaren '80 per saldo zelfs verslechterd.

Dit is slecht nieuws omdat, zoals al eerder uiteengezet, Nederlandse beleidsmakers traditioneel een groot belang hechten aan het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. Zo kende ons land gedurende lange tijd een formele betalingsbalansdoelstelling: een structureel overschot was nodig ter financiering van de ontwikkelingshulp [De Roos (1976), Koopmans (1974-b)]. Eerder, in 1957, werd al eens een zogeheten bestedingsbeperking afgekondigd omdat in de ogen van het kabinet sprake was van overbesteding. Daardoor was de lopende rekening in het rood beland en dreigde de deviezenvoorraad uitgeput te raken [Zijlstra (1991)]. In de jaren '70 werd het spaaroverschot gebruikt ter bepaling van de ruimte voor het maximaal toegestane begrotingstekort [Koopmans (1974-a) (1974-b)]. Sedert het begin van de jaren '90 wordt een overschot op de lopende rekening belangrijk geacht in de voorbereiding op de vergrijzing [Bovenberg (1993), Koopmans (1993), Van Ewijk et. al (2006)]. Dit overschot moet leiden tot een positief netto buitenlands vermogen, waarop kan worden ingeteerd als onder invloed van de vergrijzing de economische basis van ons land versmalt. In dit kader is het dan slecht nieuws als dit netto vermogen er niet blijkt te zijn.

Tot dusver wordt dit verschijnsel in het beleidsdebat terzake vooral genegeerd dan wel toegeschreven aan slechte statistieken. Deze benadering is net zo inconsequent als die van Hausmann & Sturzenegger. Ook hier wordt één statistiek, in dit geval de betalingsbalans (die met het goede nieuws), tot de veruit meest betrouwbare verheven en de andere statistiek (in dit geval de vermogensstatistiek, die met het slechte nieuws) afgeserveerd als onbetrouwbaar, ook al zijn beide statistieken uit dezelfde bron afkomstig (DNB) en maken zij gebruik van dezelfde onderliggende rapportages.

In het algemeen is er geen reden om de ene statistiek verregaand superieur te achten boven de andere. Beide statistieken kennen forse bijstellingen en beide kennen hun sterke en zwakke punten. Zo worden delen van de betalingsbalans juist geschat op basis van harde onderdelen van de vermogensstatistieken. De registratie van het effectenverkeer kent zowel bij de betalingsbalans als bij de vermogensstatistiek problemen. De statistische basis onder de registratie van het lopende verkeer is voor veel Europese landen verzwakt als gevolg van de vorming van de EMU. Kortom, er bestaat alle reden tot enige terughoudendheid bij het doen van al te stellige uitspraken bij de analyse van de betalingsbalans. In het gebruik hebben zowel de vermogensstatistieken als de betalingsbalans zo hun merites, al naar gelang welke analytische invalshoek de gebruiker heeft.

Wel kan voor ons land worden gesteld dat sinds 2003 beide statistieken een vergelijkbare kwaliteit kennen. Bij de analyse in hoofdstuk 6 blijkt voorts dat, gebruikmakend van het analysekader uit hoofdstuk 3, een groot deel van het 'zwarte gat' tussen

cumulatief spaaroverschot en netto extern vermogen kan worden verklaard. Weliswaar blijft er een forse te verklaren restpost, toch kan niet aan de stellige indruk worden ontkomen dat er in het buitenland geen grote pot met geld ligt die DNB bij de opstelling van de statistieken van het externe vermogen structureel over het hoofd ziet [Boonstra (2006-d), Bruinshoofd & Kool (2008)].²¹

Afscheid van de lopende rekening?

Als er op basis van dit proefschrift één conclusie kan worden getrokken, dan is het wel dat het informatiegehalte van de lopende rekening van de betalingsbalans steeds minder is geworden. Daar staat dan tegenover, dat steeds meer en steeds betere informatie beschikbaar komt over de internationale vermogenspositie van landen. Dit moet gevolgen hebben voor de manier waarop tegen de veelbesproken ‘global imbalances’ wordt aangekeken. Ook kan dit verschijnsel niet langer worden genegeerd in landen waar de lopende rekening nog impliciet of expliciet een rol in het beleid speelt.

Mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden

Met Hausmann & Sturzenegger concludeer ik, zij het op geheel andere gronden (en met een geheel ander resultaat), dat de vermeende onevenwichtigheden in de wereld-economie anders liggen dan men op grond van de saldi op de lopende rekening van de diverse landen zou verwachten. De financiële positie van de Verenigde Staten is sterker dan het cumulatieve tekort op de lopende rekening doet vermoeden, terwijl voor een aantal overschotlanden het omgekeerde geldt. De oorzaak hiervoor ligt in de niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen, zoals beschreven in hoofdstuk 3 en geïllustreerd in hoofdstuk 4. Om een beter zicht te krijgen wordt in hoofdstuk 7 een nieuwe indeling van de betalingsbalans voorgesteld: de vermogensopstelling.

In de vermogensopstelling van de betalingsbalans worden eerst met behulp van de externe vermogensstatistieken en de reguliere betalingsbalansopstelling de ‘onzichtbare’ waardeveranderingen uitgerekend. De aldus berekende waardeveranderingen

21. Bij deze conclusie hoort een belangrijke kanttekening en die betreft de onzekerheid inzake de omvang van de kapitaalvlucht. Het mag niet worden uitgesloten dat in de loop der decennia voor grote bedragen aan contant geld naar het buitenland is gebracht om deze aan het oog van de fiscus te onttrekken. Hoewel hier bij de opstelling van de betalingsbalans tot op zekere hoogte rekening mee wordt gehouden, is deze registratie naar zijn aard onvolledig. Evenmin worden hier rendementen aan toegerekend. De problemen zijn van velerlei aard. Het is denkbaar dat geld naderhand alsnog is geconsumeerd. Het kan ook zo zijn dat zij in het buitenland zijn omgezet in beleggingsportefeuilles. Daarmee zouden activa van Nederlanders worden onderschat. Voorzover vanuit die beleggingsportefeuilles in Nederlandse effecten wordt belegd, worden de externe passiva van ons land ook nog eens overschat. Omgekeerd heeft ons land in de loop der decennia ook tamelijk massaal buitenlands vluchtkapitaal in contanten aange-trokken, met name vanuit België. Ook de omvang hiervan is niet bekend.

Hoe het ook zij, voor zover er sprake is van een omvangrijk zwart vermogen in het buitenland kan in ieder geval worden gesteld dat dit, met uitzondering van de individuen die het betreft, geen noemenswaardige rol speelt bij de opvang van de gevolgen van de vergrijzing in ons land.

worden vervolgens in de betalingsbalans behandeld door ze in de reguliere betalingsbalansopstelling te boeken alsof het een financiële stroom betreft [Boonstra (2007-a) (2007-c)]. Op deze wijze kan, zonder al te heroïsche aannames of zonder bepaalde statistieken geheel te negeren, tot een beter inzicht worden gekomen in de ontwikkelingen van de financiële positie van landen.

Het beeld dat uit de nieuwe vermogensopstelling van de betalingsbalans naar voren komt geeft, zoals mocht worden verwacht, een geheel andere kijk op de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden. In tegenstelling tot Hausmann & Sturzenegger (2007), waarin zij hun ‘dark matter’ ook op een grotere groep landen loslaten, vereist mijn benadering geen grammetje ‘dark matter’ om toch tot een wezenlijk verbeterd inzicht in de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden te komen. Daarmee is de nieuwe opstelling een nuttige aanvulling op de gebruikelijke betalingsbalansopstelling.

Bij het samenstellen van de nieuwe betalingsbalansopstelling worden de statistieken inzake de externe vermogensposities en de betalingsbalansstatistiek gelijkwaardig behandeld. Dit lijkt de beste weg, zeker in vergelijking met benaderingen van andere auteurs die hetzij de vermogensstatistieken als grotendeels irrelevant terzijde schuiven (CPB), dan wel alle statistieken (met uitzondering van de kapitaalinkomstenrekening) als onbruikbaar afdoen (Hausmann & Sturzenegger). Daarom is de vermogensopstelling van de betalingsbalans naar mijn mening superieur aan de ‘dark matter’ benadering.

Toch passen enkele kanttekeningen, waarvan de belangrijkste is dat de nieuwe opstelling wel kan dienen als aanvulling op de gebruikelijke opstelling, maar deze niet kan vervangen. Dit is niet alleen het geval vanwege internationale richtlijnen, zoals Aarsman & Lub (2007) terecht aangeven, maar ook vanwege tal van praktische overwegingen die te maken hebben met de tijdige beschikbaarheid van data en bij de aansluiting bij het stelsel van Nationale Rekeningen. Verder is het natuurlijk zo dat inzicht in de financiële stromen van groot belang is, omdat prijzen van financiële activa en valuta’s nu eenmaal via transacties tot stand komen. Vermogensmutaties verschaffen weliswaar inzicht in de financiële positie van landen en hebben daarmee zonder twijfel invloed op de wijze waarop de kredietwaardigheid van een land wordt gepercipieerd, maar de uiteindelijke prijsvorming komt tot stand op de financiële markten. Voorts verschaffen de ‘gewone’ lopende rekening en daarin vooral de handelsbalans ook informatie over de stand van de bedrijvigheid binnen een land. Daarom wordt voorgesteld om, naast de bestaande opstellingen van de betalingsbalans, voortaan ook de zogeheten ‘vermogensopstelling’ van de betalingsbalans te publiceren.

Extern vermogen en vergrijzing

Zoals uiteengezet in de inleiding in hoofdstuk 1, speelt de opbouw van het externe vermogen in de visie van sommige beleidsmakers een rol bij de opvang van de financiële gevolgen van de vergrijzing [Koopmans (1993), Bovenberg (1993)]. Uit de in dit

proefschrift gepresenteerde analyse komt naar voren dat een omvangrijk nationaal spaaroverschot, zelfs als dat zoals in het geval van Nederland decennia lang jaarlijks wordt gerealiseerd, geen garantie biedt voor een positief extern vermogen. De drijvende krachten van de externe vermogenspositie lenen zich in het algemeen slecht om beleid te formuleren ter vorming van een netto internationale actiefpositie. Sterker nog, als een land economisch zeer succesvol is en zijn effectenbeurs beter presteert dan buitenlandse beurzen, zoals Finland en tot op zekere hoogte ook Nederland, loopt dit het gevaar te worden 'beloond' met een forse internationale passiefpositie.

Toch zullen weinigen betwisten dat Finland zonder Nokia slechter af zou zijn geweest dan het nu was. Dit roept de vraag op naar de beleidsrelevantie van de netto internationale vermogenspositie. Zoals in de volgende paragraaf zal worden uiteengezet is die relevantie er in beginsel wel, maar veel hangt af van de wijze hoe de internationale positie is opgebouwd en hoe kwetsbaar een land is voor omslagen in het sentiment op de financiële markten.

Voor wat betreft de voorbereiding op de vergrijzing is de conclusie dat het goed is om, zoals Nederland, een solide op kapitaaldekking gebaseerd pensioenstelsel te ontwikkelen. Dit zal niet per definitie tot een netto internationale actiefpositie leiden. Het kan wel, maar hoeft niet, getuige de Nederlandse case. Moeten beleidsmakers daar wakker van liggen? Of moeten zij extern vermogen en lopende rekening als beleidsdoelstellingen in het museum bijzetten?

De beleidsrelevantie van het nationaliteitsbegrip in de economie

Na het voorgaande kan men de vraag stellen wat de beleidsrelevantie van het saldo op de lopende rekening nog is. Dezelfde vraag kan overigens met evenveel recht worden gesteld ten aanzien van het externe vermogen, zeker in een tijdperk van steeds verder voortschrijdende mondialisering.

In ieder geval kan, zoals ook in hoofdstuk 1 al aangegeven, worden geconcludeerd dat landen zich in een wereld van vrij kapitaalverkeer gedurende lange tijd omvangrijke tekorten in het lopende verkeer kunnen veroorloven. De huidige omvang van de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden was nog maar enkele decennia geleden volstrekt ondenkbaar. Dat een industrieland, zoals Nederland in 1957, een bestedingsbeperking doorvoert in reactie op één jaar met een omvangrijk tekort op de lopende rekening is iets wat wij ons in de huidige context van vrij kapitaal en convertibele valuta niet meer goed kunnen voorstellen. Wel is het van belang hoe een land zijn lopende tekorten financiert. Moet het daarvoor in vreemde valuta lenen, dan blijft het kwetsbaar als vanouds. Is het daarentegen in staat tekorten te financieren met risicodragend kapitaal, of kan het in de eigen valuta luidende schuld uitgeven, dan kunnen omvangrijke betalingsonevenwichtigheden langdurig worden volgehouden.

Zoals blijkt uit hoofdstuk 7 kent het voor waardeveranderingen gecorrigeerde saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans (vermogensopstelling) voor ons land een sterk fluctuerend verloop. Dit is, gezien de stand van de bruto activa en passiva die de grens van 400% BBP inmiddels ruimschoots hebben overschreden, niet verwonderlijk. Andere kleine open economieën kennen hetzelfde fenomeen of zullen er meer mee geconfronteerd worden naarmate zij meer via grensoverschrijdend financi-

eel verkeer met de wereldeconomie vervlochten raken.²² Als dan de netto externe positie van een land grotendeels wordt bepaald door koersbewegingen op beurzen, veranderingen in rentestanden en het verloop van wisselkoersen dan is het een volstrekte illusie dat nationale beleidsmakers hierop nog enige invloed kunnen uitoefenen. Als de wereld steeds meer vervlochten raakt met financieel verkeer zullen, ondanks ons nationale spaaroverschot, als uitvloeisel van de diversificatiestrategie van buitenlandse beleggers en investeerders steeds grotere delen van het Nederlandse bedrijfsleven in buitenlandse handen komen. Overigens zal dit verschijnsel andere landen net zo goed treffen. Dit besef dringt in ons land geleidelijk door en leidt soms tot stevige discussies over de vermeende gevaren dan wel voordelen van de ‘uitverkoop van Nederland’. Het daarmee blijkbaar onvermijdelijk gepaard gaande ‘oranjegevoel’ roept herinneringen op aan de 19e-eeuwse discussies in Duitsland over de ‘Überfremdung’ van de Duitse economie [Kindleberger (1985), Boonstra (2007-d)].

Het is echter een open vraag of een land er per definitie slechter van wordt als zijn buitenlandse passiva de omvang van de buitenlandse activa overtreffen. Het antwoord op deze vraag is niet eenduidig en gaat de reikwijdte van dit proefschrift te buiten. Daarom kan dit thema op deze plaats niet volledig worden uitgediept. Toch zijn enkele opmerkingen hier op hun plaats. Of een netto internationale passiepositie slecht is voor een land hangt deels af van de samenstelling van de externe passiva. Als een land zichzelf in de positie van een traditioneel schuldenland heeft gemanoeuvrerd, met een forse terug te betalen schuld in vreemde valuta, dan is het zoals gezegd zeer kwetsbaar voor omslagen van het sentiment op de financiële markten. Zeker als het daarbij geforceerd overschotten op de lopende rekening moet zien te realiseren, teneinde aan rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen is dit zonder meer welvaartsverlagend.

Voor zover de buitenlandse passiva bestaan uit risicodragend kapitaal, zoals portfoliobeleggingen in aandelen, deelnemingen in beursgenoteerde bedrijven en directe investeringen ligt dit al geheel anders. Onder de cruciale veronderstelling (waarover later meer) dat buitenlandse aandeelhouders net als hun Nederlandse tegenvoeters primair streven naar winstmaximalisatie, maakt het niet zoveel uit of een bedrijf grotendeels in buitenlandse handen is of niet. Het aandeel van Nederlandse aandeelhouders in het kapitaal van Koninklijke Olie lag in de halve eeuw voorafgaand aan de vorming van Royal Dutch Shell steeds beneden de 50%. ABN AMRO is al sinds vele jaren *de facto* voor het grootste deel in buitenlandse handen [Sluyterman & Van der Zanden (2008), Koelewijn (2008)]. Toch werd dit pas een issue nadat activistische aandeelhouders zich begin 2007 gingen roeren en de bank doelwit van een overnameproces werd. Ook hebben de Finse economie en maatschappij enorm geprofiteerd van het succes van Nokia, ook al waren de aandelen van het bedrijf voor het grootste deel in buitenlandse handen en leidde de spectaculaire koersstijging van het aandeel Nokia tot een scherp oplopende externe passiepositie. Men zou daarom kunnen con-

22. Overigens zullen ook ‘grote’ landen, naarmate hun bruto externe activa en passiva in verhouding tot hun BBP toenemen, steeds meer gaan ervaren dat de ontwikkeling van hun netto externe vermogen losstaat van hun nationale spaarsaldo.

cluderen dat ‘de uitverkoop van ons bedrijfsleven’ niet alleen onontkoombaar is, maar daarbij ook nog eens geen kwaad aanricht in de economie.²³

Toch past hier een stevige nuancering. De bovenstaande optimistische redenering gaat zoals gezegd uit van de cruciale veronderstelling dat de buitenlandse aandeelhouders c.q. beleggers het spel volgens dezelfde regels spelen als de binnenlandse. Dit is echter niet vanzelfsprekend. Veel kapitaal komt tegenwoordig vanuit ‘emerging markets’ die weliswaar economisch in de vaart der volkeren worden opgestuwd, maar die opereren onder een geheel ander politiek systeem. Daarbij is het waarschijnlijk dat sommige van hen een strategische agenda hebben. In dat kader kan worden gedacht aan landen als China en Rusland, twee landen die er geen enkel been in zullen zien om, indien mogelijk, de politieke, economische en wellicht zelfs militaire positie van het westen (en dan met name de Verenigde Staten) te ondermijnen. Het is tegen deze achtergrond dat de vorming van ‘*Sovereign Wealth Funds*’ door sommige van deze landen door sommigen met argusogen wordt gevolgd [DNB (2007), Struijs (2007)].

Net zomin als het een plezierig gevoel is dat West Europa voor olie en gas straks volledig afhankelijk is van energieleveringen uit niet-democratische landen die in het verleden al meerdere malen hebben aangetoond dat zij de inzet van energie als politiek drukmiddel niet schuwen, is het verstandig om de zeggenschap over strategische bedrijven en sectoren geheel uit te leveren aan landen die politiek niet per definitie bevriend zijn.

De Finnen, Fransen en Amerikanen opereren hierin minder naïef dan ons land. Zo was de buitenlandse zeggenschap over Nokia eind jaren ’90 circa 16%, ondanks het feit dat buitenlandse aandeelhouders 70% van de aandelen van het bedrijf in handen hadden [Lewis (2005)]. Bij de in begin september 2007 via de fusie van het staatsbedrijf Gaz de France en het particuliere energiebedrijf Suez gevormde nieuwe Franse energiemaatschappij GDF-Suez houdt de Franse staat een fors aandeel van ruim 35% in het aandelenkapitaal. Daarmee heeft de Franse staat haar grip op de energiesector vergroot. Voor de Verenigde Staten was de verkoop van de Newark container terminal aan de Dubai Port Authority begin 2006 uiteindelijk onaanvaardbaar. Buitenlandse zeggenschap over deze strategisch geachte bedrijven werd een stap te ver geacht.²⁴ Rusland heeft de afgelopen jaren de buitenlandse invloed op de Russische oliewinning teruggedrongen, terwijl ook China onlangs aankondigde buitenlandse overnames in strategische sectoren tegen te willen gaan [het Financieele Dagblad, 29 augustus 2007]. Deze houding staat in schril contrast met de gretigheid waarmee het Nederlandse Ministerie van Financiën heeft getracht om de luchthaven Schiphol te verkopen aan de hoogste bieder, dit ter verlaging van de staatsschuld.

Dit is geen pleidooi voor protectionisme en het weren van buitenlandse aandeelhouders. In het algemeen kan worden gesteld dat buitenlandse aandeelhouders niet slechter of beter zijn dan Nederlandse aandeelhouders. Wel dient de overheid zich

23. Dit standpunt wordt bijvoorbeeld onomwonden verwoord door de Tilburgse hoogleraar Harry Huizinga in het Financieele Dagblad van 30 juli 2007.

24. Overigens is het in deze context wel zeer merkwaardig dat de Amerikanen het wel zover laten komen dat zij de rente op hun kapitaalmarkt geheel door buitenlandse centrale banken, die van concurrentgrootmacht China voorop, laten bepalen.

bewust te zijn van de strategische relevantie van bepaalde ondernemingen en sectoren, waarbij zij bij hoge uitzondering moet kunnen ingrijpen. Want het is nu eenmaal een feit dat niet alle landen het spel der globalisering volgens dezelfde spelregels spelen.

Het hoeft in het algemeen niet erg te zijn als het merendeel van de aandelen in het bedrijfsleven van een land in buitenlandse handen is. Toch kan een forse netto buitenlandse schulddispositie ook voor een industrieland acuut tot problemen leiden. Dat ondervond in 2006 nog IJsland, een klein, welvarend land met een omvangrijk extern tekort en netto passiefpositie, dat in dat jaar slachtoffer werd van een stevige sentimentomslag op de financiële markten, uitmondend in een forse depreciatie van de valuta. Voor ons land en de andere lidstaten van de EMU is althans dat probleem opgelost: met de invoering van de euro lopen wij, anders dan IJsland, nooit meer het gevaar als klein land speelbal van het sentiment op de financiële markten te worden. Dankzij de deelname aan de EMU is voor alle betrokken landen het belang van hun externe vermogenspositie drastisch afgenomen. Dit is één van de vele grote, maar weinig benoemde voordelen die invoering van de euro aan de in de EMU deelnemende lidstaten heeft gebracht.

Uiteraard blijft de externe vermogenspositie van de EMU als geheel wél van belang. Net als de Verenigde Staten heeft ook de EMU een grote economie, een groot aandeel in de wereldhandel, diepe financiële markten, een solide bankwezen en een grote valuta. Dat schept voor de EMU mogelijkheden om, net als de Verenigde Staten, zich 'exorbitante privileges' toe te eigenen. Want, zoals de analyse van de externe positie van de Verenigde Staten in hoofdstuk 5 van dit proefschrift leerde, voor economisch grote landen gelden nu eenmaal andere spelregels.

Conclusies

Ter afronding een samenvatting van de belangrijkste conclusies c.q. aanbevelingen die op basis van dit onderzoek kunnen worden getrokken. De in hoofdstuk 1 geformuleerde centrale probleemstelling van dit proefschrift luidt:

'Wat bepaalt de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen?'

Het antwoord op deze vraag is in zoverre eenduidig, dat in ieder geval kan worden geconcludeerd dat het belang van het saldo op de lopende rekening voor de verklaring van de netto externe vermogenspositie van een land steeds minder wordt. Als gevolg van het vrije grensoverschrijdende kapitaalverkeer bouwen landen steeds omvangrijker onderlinge bruto actief- en passiefposities op. Daardoor worden niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen als verklarende factor steeds belangrijker. Voor kleine open economieën met ook in verhouding tot het BBP grote actief- en passiefposities, zoals Nederland, Zwitserland en Finland, zijn deze waarderingseffecten veel belangrijker dan het saldo in het lopende verkeer.

Deze waarderingseffecten kunnen zoals gezegd op hun beurt weer analytisch worden ingedeeld in samenstellings-, prestatie- en valuta-effecten, zij het dat deze empirisch in de praktijk niet altijd even goed kunnen worden onderscheiden.

Door deze vermogensmutaties in de beschouwing te betrekken wordt een beter inzicht verkregen in de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen. Het is niet nodig om daarbij nieuwe begrippen, zoals 'dark matter' te introduceren. Een zorgvuldige analyse van de samenstelling van externe activa en passiva volstaat om een redelijk tot goede aansluiting tussen de betalingsbalansstatistieken en de statistieken inzake het externe vermogen van landen te krijgen. Dat geldt ook voor de Verenigde Staten.

Er wordt wel voor gepleit om voortaan, naast de gebruikelijke betalingsbalansopstelling, ook een voor waardeveranderingen gecorrigeerde opstelling te publiceren. Deze opstelling, in hoofdstuk 7 geïntroduceerd als de vermogensopstelling van de betalingsbalans, verschaft waardevolle informatie over de ontwikkeling van de externe positie van landen.

Met het antwoord op de centrale probleemstelling is ook het antwoord op de in hoofdstuk 1 gestelde afgeleide vragen, die naar de verklaring van de zwakke externe vermogenspositie van Nederland, in feite al gegeven. Als gevolg van de zeer grote openheid van onze economie, met bruto externe activa en passiva van ruim 400% BBP, is ons land zeer gevoelig voor verschillen in vermogenswinst tussen activa en passiva. Zoals in hoofdstuk 6 nader uiteengezet, hebben deze het saldo op de lopende rekening, hoe indrukwekkend dat ook moge zijn, qua omvang verre overvleugeld.

Tenslotte resteert het antwoord naar op de vraag of het met het oog op de vergrijzing van de bevolking slecht is als landen er niet in slagen om een forse positieve netto internationale vermogenspositie op te bouwen. In dit kader valt ook de vraag naar de gevolgen van de zwakke vermogenspositie van ons land en de eventueel daaruit voortvloeiende beleidsconsequenties. Het antwoord op deze vraag is eerder in dit hoofdstuk al gegeven: het is goed om, zoals Nederland, een solide op kapitaaldekking gebaseerd pensioenstelsel op te bouwen. Of dit wel of niet tot een netto internationale actiefpositie zal leiden is tegen de achtergrond van de vorige paragraaf eigenlijk niet zo heel relevant.

Resteren de volgende slotopmerkingen.

Ten eerste moet, voor zover dat nog niet is gebeurd, afscheid worden genomen van het saldo op de lopende rekening als beleidsvariabele. Hiertoe leent deze grootheid zich slecht, verder is de relevantie voor de opbouw van een netto internationale vermogenspositie uiterst beperkt. Ten tweede moet ons land zich bezinnen hoe om te gaan met de externe vermogenspositie. Daarbij gaat het zoals gezegd niet eens zozeer om de vraag of ons land een netto actief- of passiefpositie heeft. Zelfs als ons land een stevige netto actiefpositie zou hebben, dan nog zullen buitenlandse beleggers en investeerders grote aandelen van het Nederlandse bedrijfsleven bezitten. Dat is nu eenmaal automatisch de uitkomst als beleggers, op zoek naar een optimale wereldwijde spreiding van hun bezit, in een wereld van vrij internationaal kapitaalverkeer hun portefeuille samenstellen. Dit lot zal overigens ieder open land treffen. De te beantwoorden vraag is op welke wijze ons land hiervan kan profiteren, zonder dat de zeggenschap over strategische bedrijven en sectoren verloren gaat. Tegelijkertijd moet

worden gewaakt tegen protectionisme, zoals dat momenteel her en der de kop opsteekt in reactie op de perikelen rond de buitenlandse overname van ABN AMRO.

Ten derde gaat het proces van globalisering naar het zich laat aanzien (en naar mag worden gehoopt) onverminderd door. Daarbij veranderen de mondiale machtsverhoudingen en verschuift het economische en politieke zwaartepunt steeds meer in de richting van de grotere emerging markets. Die zullen daardoor steeds meer de regels van het spel gaan dicteren. Als ons land invloed wil blijven houden op de spelregels waarlangs het proces van globalisering zich de komende decennia zal gaan ontwikkelen, dan zal het dat alleen kunnen doen in de context van een sterke Europese Unie. De invloed van kleine landen, hoe rijk die per capita ook zijn, zal tegen de achtergrond van de opkomst van de grote emerging markets steeds kleiner worden.

Appendix 1

Lijst van in de tekst gehanteerde afkortingen

BBP	= Bruto Binnenlands Product
BEA	= Bureau for Economic Analysis
BIS	= Bank for International Settlements
CBS	= Centraal Bureau voor de Statistiek
CPB	= Centraal Planbureau
DNB	= De Nederlandsche Bank
ECB	= Europese Centrale Bank (European Central Bank)
EU	= Europese Unie
EMU	= Economische en Monetaire Unie
G7	= Groep van 7 grootste industrielanden
IMF	= Internationale Monetaire Fonds (International Monetary Fund)
IFS	= International Financial Statistics
OECD	= Organisation for Economic Cooperation and Development
SER	= Sociaal Economische Raad
VS	= Verenigde Staten
VK	= Verenigd Koninkrijk

In formules gehanteerde afkortingen in hoofdstuk 3

EO	= de statistische verschillen (errors and omissions)
NFR	= het saldo van de financiële rekening
NGD	= de verandering in de goud- en deviezenvoorraad
SLR	= het saldo op de lopende rekening
SVR	= het saldo op de vermogenoverdrachtenrekening

In formules gehanteerde afkortingen in hoofdstuk 7

NK	= netto vermogenswinsten
NKFDI	= netto vermogenswinst op directe investeringen
NKEQ	= netto vermogenswinst op aandelen
NKDEBT	= netto vermogenswinst op schuldpapier
NKO	= netto vermogenswinst op overig
NKRES	= netto vermogenswinst op officiële reserves
KGFDIA	= bruto vermogenswinsten op directe investeringen in het buitenland (activa)
KGFDIL	= bruto vermogenswinsten op DBI in het gastland (passiva)
KGEQA	= bruto vermogenswinsten op aandelenbeleggingen in het buitenland (activa)
KGEQL	= bruto vermogenswinsten op aandelenbeleggingen in het gastland (passiva)

- KGDEBTA = bruto vermogenswinsten op beleggingen in schuldpapier in het buitenland (activa)
- KGDEBTL = bruto vermogenswinsten op beleggingen in schuldpapier in het gastland (passiva)
- KGOA = bruto vermogenswinsten op overige activa
- KGOL = bruto vermogenswinsten op overige passiva
- KRES = bruto vermogenswinsten op officiële reserves (activa)

Appendix 2

Wiskundige formalisering van het samenstelling – en prestatie-effect

Zowel externe activa als passiva kunnen worden onderverdeeld in directe buitenlandse investeringen (FDI), beleggingen in respectievelijk aandelen (EQ) en schuld-papier (DEBT) en overig (O). Verder bevatten de activa de post reserves (RES)²⁵. Dit is uitgeschreven in vergelijkingen (A2.1) en (A2.2).

$$A = FDI_A + EQ_A + DEBT_A + O_A + RES \quad (A2.1)$$

$$L = FDI_L + EQ_L + DEBT_L + O_L \quad (A2.2)$$

Dat betekent dat de vermogenswinst (k) op respectievelijk bruto activa en passiva kan worden opgedeeld in de vermogenswinst op achtereenvolgens directe investeringen, aandelen, schuldpapier, overig en, in geval van de activa, de reserves. Dit leidt tot vergelijkingen (A2.3) en (A2.4).²⁶

$$k_A * A = (k_{FDIA} * FDI_A) + (k_{EQA} * EQ_A) + (k_{DEBTA} * DEBT_A) + (k_{OA} * O_A) + k_{RES} * RES \quad (A2.3)$$

$$k_L * L = (k_{FDIL} * FDI_L) + (k_{EQL} * EQ_L) + (k_{DEBTL} * DEBT_L) + (k_{OL} * O_L) \quad (A2.4)$$

In deze vergelijkingen hebben de symbolen de volgende betekenis:

k_{FDI}	= vermogenswinst (%) op directe buitenlandse investeringen
k_{EQ}	= vermogenswinst (%) op buitenlandse aandelenbeleggingen
k_{DEBT}	= vermogenswinst (%) buitenlandse beleggingen in schuldpapier
k_O	= vermogenswinst (%) op overig
k_{RES}	= vermogenswinst (%) op reserves

Het subscript A staat voor activa, L staat voor passiva.

Er zal dan sprake zijn van een samenstellingseffect als geldt dat de omvang per categorie tussen activa en passiva uiteenloopt, dus $FDI_A \neq FDI_L$, $EQ_A \neq EQ_L$, etc. Het prestatie-effect treedt op als geldt dat binnen één categorie de vermogenswinst op activa en passiva verschilt ($k_{FDIA} \neq k_{FDIL}$, $k_{EQA} \neq k_{EQL}$, etc.)

Verder geldt, bezien vanuit de eigen valuta, voor de externe activa van een land dat

$$k_{FDIA} = f(b_{bu}, d, g_{bu}, r_{bu}) \quad (A2.5)$$

25. Overigens betreft de post reserves een netto post. Sommige monetaire autoriteiten, w.o. de Federal Reserve, lenen ook reserves. In het IFS vermeldt het IMF echter geen post reserves aan de passivazijde van de internationale balans.

26. Door vergelijking (A2.3) en (A2.4) van elkaar af te trekken ontstaat een andere schrijfwijze van vergelijking (7.2) uit hoofdstuk 7.

$$k_{EQA} = f(b_{bu}, d) \quad (A2.6)$$

$$k_{DEBTA} = f(d, r_{bu}) \quad (A2.7)$$

$$k_{OA} = f(d, r_{bu}) \quad (A2.8)$$

$$k_{RES} = f(d, r_{bu}) \quad (A2.9)$$

Voor de externe passiva geldt:

$$k_{FDIL} = f(b_{bi}, g_{bi}, r_{bi}) \quad (A2.10)$$

$$k_{EQL} = f(b_{bi}) \quad (A2.11)$$

$$k_{DEBTL} = f(r_{bi}) \quad (A2.12)$$

$$k_{OL} = f(r_{bi}) \quad (A2.13)$$

Waarin:

b = toename beursindex

d = nominale effectieve wisselkoers

g = reële groei BBP

r = rentestand

Het subscript 'bi' staat voor binnenslands, 'bu' staat voor buitenland (wereldindex). Bij het feitelijke onderzoek zal per land moeten worden bepaald wat de relevante wereldindex is. Het teken van de wisselkoersindex is negatief, een handelsgewogen sterkere eigen munt betekent immers valutaverliezen op externe activa.

Geraadpleegde literatuur

- Aarsman, O & H. Lub (2007), Reactie op: een nieuwe kijk op de betalingsbalans, *Economisch Statistische Berichten* No. 4509, 4 mei 2007, p. 285.
- Aczel, A. D. & J. Sounderpandian, (2002), *Complete Business Statistics*, 5th Edition, McGraw Hill.
- Alfaro, L., S. Kalmeli-Ozacan & V.Volosovych (2004), *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, paper prepared for the NBER Conference on International Capital Flows, December 17-18, 2004.
- Amiti, M. & S-J Wei (2004), *Fear of Service Outsourcing: Is It Justified?*, IMF Working Paper 04/186, October 2004.
- Ando, A. & F. Modigliani (1963), *The life cycle hypothesis of saving: aggregate implications and taste*, *American Economic Review* 53 (1), pp. 55 – 84.
- Aryeeti, E. (2004), *Financing Africa's Future Growth and Development: Some Innovations*, paper, University of Ghana, October 2004.
- Ashworth, P. (2006), *Dark Matter in the Wider Universe: the Role of Tax Rates*, *United States Economics Focus, Capital Economics*, May 8th, 2006.
- Bargas, S.E. (2000), *Direct Investment Positions for 1999: Country and Industry Detail*, *Survey of Current Business*, Bureau of Economic Analysis, July 2000, pp. 57 - 68.
- Bartolini, L. & A.Lahiri (2006), *Twin Deficits, Twenty Years Later*, *Current Issues*, vol. 12(7), Federal Reserve Bank of New York, October 2006.
- Becker, W. & N. Walter (2005), *Der Euro: fest im Sattel als Reservewährung*, *Deutsche Bank, EU Monitor* 28, 30 September 2005.
- Becker, W. (2007), *Euro riding high as an International Reserve Currency*, *Deutsche Bank, EU Monitor* 46, 4 May 2007.
- Bernanke, B.S. (2005), *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005.
- Bie, Th. & F.O. Hansen (2003), *Sensitivity Analysis of Denmark's International Investment Position*, *Danmarks Nationalbank Monetary Review*, 2003.
- Bikker, J.A. (1994), *Demografische onevenwichtigheid, nationale besparingen en lopende rekening*, *Maandschrift Economie*, Vol 58, No. 3.
- Boonstra, W.W. (1988), *Japan, de geldschieter van de wereld*, *Economisch Statistische Berichten*, nr. 3637, 1 januari 1988, pp. 14 e.v.
- Boonstra, W.W. (1991), *Financiële markten en monetair beleid in Duitsland*, in: S.C. W. Eijffinger & J.L. Gerards (red.), *Financiële markten en monetair beleid. Ervaringen in zeven landen*, Amsterdam, NIBE, 1990.
- Boonstra, W.W. (1992), *Japan als kapitaalverschaffer*, *Economisch Statistische Berichten*, 15 juli 1992, pp. 696 - 699.
- Boonstra, W.W. (2003-a), *Nederlands verdwenen vermogen*, *Economisch Statistische Berichten*, 4 november 2003, pp. 535 - 537.

- Boonstra, W.W. (2003-b), Waar is het vermogen van Nederland gebleven?, Themabericht 2003/24, Rabobank Nederland, Utrecht, november 2003.
- Boonstra, W.W. (2003-c), Nederlands externe vermogen. De rol van de Nederlandse directe investeringen in het buitenland, Maandschrift Economie, jaargang 67, december 2003, pp.498 - 517.
- Boonstra W.W. (2004), Extern vermogen en de gevolgen van vergrijzing, Economisch Statistische Berichten, 23 juli 2004, pp. 341 - 343.
- Boonstra W.W. (2005), Neerlands verdwenen fortuin, Pensioen Bestuur & Management, nr.1, pp. 19 - 20.
- Boonstra, W.W. (2006-a), De Amerikaanse externe vermogenspositie, Economisch Statistische Berichten, 27 januari 2006, pp. 28 -31.
- Boonstra, W.W. (2006-b), De Amerikaanse externe positie en de toekomst van de dollar, Kwartaalschrift Economie (3(1)), maart 2006, pp. 31 - 47.
- Boonstra, W.W. (2006-c), De drijvende krachten achter de externe vermogenspositie, Kwartaalschrift Economie (3(2)), juni 2006, pp. 171 - 190.
- Boonstra, W.W. (2006-d), Ageing, National Savings and the International Investment Position. The Experience of the Netherlands, paper presented at the 26e SUERF-Colloquium "Money, Finance and Demography - The Consequences of Ageing", Lissabon, 12 October 2006.
- Boonstra, W.W. (2007-a), Een nieuwe kijk op de betalingsbalans, Economisch Statistische Berichten, 23 februari 2007, pp. 107 - 109.
- Boonstra, W.W. (2007-b), De taaie dollar, Themabericht 2007/06, Rabobank Nederland, Utrecht, februari 2007.
- Boonstra, W.W. (2007-c), Integratie van de vermogensstatistiek in de betalingsbalans, Kwartaalschrift Economie (4(3)), september 2007, pp 291 - 311.
- Boonstra, W.W. (2007-d), Uitverkoop van Nederland: is dat erg?, Bank- en effectenbedrijf, november 2007, pp.18 - 22.
- Boonstra, W.W. & J.L.M. de Jong (1989), De Duitse bronbelasting en het monetaire beleid, Economisch Statistische Berichten, 5 juli 1989, pp. 654 - 656.
- Boonstra, W.W. (red.), (2006), Nederland in een grenzeloze wereld, Rabobank Nederland, Utrecht, december 2006.
- Borga, M. (2003), Direct Investment Positions for 2002: Country and Industry Detail, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis, July 2003, pp. 22 - 31.
- Borga M. & R.J. Mataloni (2001), Direct Investment Positions for 2000: Country and Industry Detail, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis, July 2001, pp. 16 - 29.
- Borga, M. & D.R. Yorgason (2002), Direct Investment Positions for 2001: Country and Industry Detail, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis, July 2002, pp. 25 - 35.
- Börsch-Schupan, A., A Ludwig & J. Winter (2006), Aging and International Capital Flows, Institut für Volkswirtschaftslehre und Statistik, Mannheim, 2006.
- Bosch, K.D. (1948), De Nederlandse beleggingen in de Verenigde Staten, Elsevier, Amsterdam, 1948.
- Boughton, J.M. (2001), Silent Revolution. The International Monetary Fund 1970 - 1989, Chapter 1: The Silent Revolution, Washington, 2001.

- Bovenberg, A.L. (1991), *Overvloed en onbehagen. Over sparen en investeren in Nederland*, oratie, Erasmus Universiteit, Rotterdam, 31 januari 1991.
- Bruinshoofd, W.A. & C. J. Kool (2008), *The Cumulated Dutch Savings Surplus: Now You See It, Now You Don't*, mimeo, Utrecht School of Economics, forthcoming.
- Buiter, W.H. (2006-a), *Dark Matter or Cold Fusion?*, Global Economics paper No: 136, Goldman Sachs, January 2006.
- Buiter, W.H. (2006-b), *Threats to the Orderly Resolution of Global Imbalances*, paper, October 11, 2006.
- Burnett, M. & M. Manning (2003), *Financial Stability and the United Kingdom's External Balance Sheet*, Bank of England Quarterly Bulletin, Winter 2003, pp. 463 – 475.
- Butter, F.A.G. den (2006), *De toekomst van de Nederlandse maakindustrie ligt bij de regievoering*, Economisch Statistische Berichten, 8 september 2006, pp. 420 – 423.
- Butter, F.A.G. den, S.P.T. Groot & F. Lazrak (2007), *Standaards als bron van welvaart*, Kwartaalschrift Economie, 4(2), juni 2007, pp. 183 – 208.
- Caballero, R.J. (2006), *On the Macroeconomics of Asset Shortages*, paper for the fourth ECB Banking Conference: *The Role of Money: Money and Monetary Policy in the 21th Century*, Frankfurt, November 2006.
- Campos, Nauro F. & Yuko Kinoshita, *Why Does FDI Go Where it Goes? New Evidence from the Transition Economies*, IMF Working Paper, No. 03/228, November 2003.
- Canton, E., C. van Ewijk & P.J.G. Tang (2004), *Ageing and Capital Flows*, CPB Document No. 43, Januari 2004.
- Carson, Carol S. (2002), *International Capital Data: Needs, Projects and Prospects*, Lecture for the Conference "Economic Statistics: New Needs for the 21th Century", New York, July 22th, 2002.
- Cavallo, Michelle (2004), *Exchange Rate Movements and the U.S. International Balance Sheet*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Number 2004 -25, September 10, 2004.
- Cavallo, M. & C. Tille (2006), *Could capital gains smooth a current account balancing?*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2006-03.
- Centraal Planbureau (2006-b), *De betekenis van China voor de Nederlandse economie*, speciaal onderwerp MEV 2007, september 2006.
- Centraal Planbureau (2006-c), *Is the Renminbi Undervalued?*, CPB Memorandum Nr. 166, October 30, 2006.
- Chinn, M.D. & E.S. Prasad (2000), *Medium-term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration*, IMF Working Paper No. 00/46, March 2000.
- Clarida, R.H., M. Gretti & M.P. Taylor (2006), *Are There Thresholds of Current Account Adjustment in the G7?*, NBER Working Paper 12193, April 2006.
- Commissie Economische Deskundigen (CED 1992), *Het nationale spaaroverschot*, SER, publicatienummer 92/11.
- Corden, W.M. (2006), *Those Current Account Imbalances: A Sceptical View*, Melbourne Institute Working Paper No. 13/06, August 2006.

- Cutler, D.M., J.M. Poterba, L.M. Sheiner & L.H. Summers (1990), An Ageing Society: Opportunities or Challenge?, *Brooking Papers on Economic Activity*, pp. 1 – 56.
- Debelle, G. & G. Galati (2005), Current Account Adjustment and Capital Flows, *BIS Working Papers*, No. 169, February 2005.
- De Nederlandsche Bank (R.P. Sparling, 1993), Het externe vermogen van Nederland, 1986 - 1990, *Kwartaalbericht 1992*|4, maart 1993, pp. 47 - 59.
- De Nederlandsche Bank (1994), Het grensoverschrijdend effectenbezit 1986 - 1993, *Kwartaalbericht*, september 1994, pp. 95 - 110.
- De Nederlandsche Bank (1996), De Nederlandse betalingsbalans volgens nieuwe internationale richtlijnen, *Kwartaalbericht*, juni 1996, pp. 33 – 48.
- De Nederlandsche Bank (1999-a), Het grensoverschrijdend effectenbezit 1990 - 1997, *Statistisch Bulletin*, juni 1999, pp. 15 - 23.
- De Nederlandsche Bank (1999-b), Standen directe investeringen in 1996 en 1997, *Statistisch Bulletin*, juni 1999, pp. 25 - 33.
- De Nederlandsche Bank (1999-c), Het externe vermogen van Nederland in 1998, *Statistisch Bulletin*, December 1999, pp. 13 - 22 .
- De Nederlandsche Bank (2000), Het externe vermogen van Nederland in 1999, *Statistisch Bulletin*, December 2000, pp. 17 - 26.
- De Nederlandsche Bank (2001), Het externe vermogen van Nederland in 2000, *Statistisch Bulletin*, December 2001, pp. 11 – 20.
- De Nederlandsche Bank (2002), Het externe vermogen van Nederland in 2001, *Statistisch Bulletin*, December 2002, pp. 23 – 28.
- De Nederlandsche Bank (2003-a), Balance of Payments in the Netherlands. The Road to a Modern Survey System, *Statistical Bulletin*, Special Issue, May 2003.
- De Nederlandsche Bank (2003-b), Het Nederlandse externe vermogen: netto schuldpositie toegenomen. *Statistisch Bulletin*, December 2003, pp. 25 - 31.
- De Nederlandsche Bank (2004-a), Nieuwe statistiek over buitenlandse schuld, *Statistisch Bulletin*, maart 2004, pp. 13 - 17.
- De Nederlandsche Bank (2004-b), Het grensoverschrijdend effectenbezit in 2003, *Statistisch Bulletin*, september 2004, pp. 11 - 15.
- De Nederlandsche Bank (2004-c), Het externe vermogen van Nederland in 2003, *Statistisch Bulletin*, december 2004, pp. 11 - 15.
- De Nederlandsche Bank (2005), Het externe vermogen van Nederland in 2004, *Statistisch Bulletin*, december 2005, pp. 13 – 18.
- De Nederlandsche Bank (2006-a), Ontwikkelingen in de internationale reserves, *Statistisch Bulletin*, maart 2006, pp. 13 – 18.
- De Nederlandsche Bank (2006-b), Grote toenemening grensoverschrijdend effectenbezit in 2005, *Statistisch Bulletin*, september 2006, pp. 13 - 19.
- De Nederlandsche Bank (2006-c), Het externe vermogen van Nederland in 2005, *Statistisch Bulletin*, december 2006, pp. 19 - 23.
- De Nederlandsche Bank (2007-a), Grensoverschrijdend effectenbezit voor het eerst boven EUR 1.000 miljard, *Statistisch Bulletin*, juni 2007, pp. 25 - 37.
- De Nederlandsche Bank (2007-b), Financiële stabiliteit: vormen Sovereign Wealth Funds een bedreiging?, pp. 26 - 29 *Kwartaalbericht*, september 2007.
- Donders, J. & M. Sweers (2004), Overheidstekorten helpen niet, *Economisch Statistische Berichten*, 17-9-2004.

- Dooley, M., D. Folkerts-Landau & P. Garber (2003), Dollars and Deficits: Where Do We Go From Here? Deutsche Bank, 18 June 2003.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau & P. Garber (2004), The Revived Bretton Woods System, *International Journal of Finance and Economics*, pp. 307 – 313.
- Driehuis, W. en R.J. Mulder (1992), Het Nationale Spaaroverschot, *Economisch Statistische Berichten*, 9 september 1992, pp. 873 - 875.
- Dropsy, V. (2005), Real Exchange Rate Valuation in China, paper, California State University, June 15, 2005.
- Duisenberg, W.F. (1991), Het nationaal spaaroverschot en het economische beleid, *Kwartaalbericht van de De Nederlandsche Bank 1991*|2, juni 1991, pp. 1 – 5.
- Dunaway, S & X. Li, (2005), Estimating China's "Equilibrium" Real Exchange rate, *IMF Working Paper*, 05/202, October 2005.
- Edey, M. & K. Hviding (1995), An Assessment of Financial Reform in OECD Countries, *OECD Economic Studies*, No. 25, 1995/II.
- Edwards, S (2004), Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops, *IMF Staff Papers*, Vol 51 (special issues).
- Eichengreen, B. (2004), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods (The Cairo Lectures)*, MIT Press, Cambridge Massachusetts, 2007.
- Eichengreen, B. & D. Leblang (2006), Democracy and Globalisation, *BIS Working paper No. 219*, December 2006.
- Eijffinger, S.C.W. & J.J.G. Lemmen (eds., 2003), *International Financial Integration*, Edgar Elgar.
- Elliot, J. & R. Westwood (2004), The External Balance Sheet of the United Kingdom: Recent Developments, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter (2004), pp. 485 – 494.
- Engler, P. M. Fidora & C. Thimann (2007), External Imbalances and the US Current Account Deficit, *ECB Working Paper No. 761*, June 2007.
- Entorf, h., J. Moebert & K. Sonderhof (2006), The Foreign Exchange Rate Exposure of Nations, *Arbeitspapiere des Instituts für Volkswirtschaftslehre*, Technische Universität Darmstadt, June 6, 2006.
- European Central Bank, *Monthly Bulletin*, meerdere jaargangen.
- European Central Bank (ECB 2005), *Review of the International Role of the Euro*, Frankfurt, January 2005.
- European Central Bank (ECB 2007), *Review of the International Role of the Euro*, Frankfurt, June 2007.
- Ewijk, C. van & M. van de Ven (2002), Pensioenvermogen vanuit macro-perspectief, in: R.J.M. Alessie, P.J.A. van Els & L.H. Hoogduin, *De rol van vermogen in de economie*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde, Amsterdam, 2002.
- Ewijk, C. van, N. Draper, H. Ter Rele & E. Westerhout, (2006), (CPB 2006-a), Ageing and the Sustainability of Dutch Public Finances, *Bijzondere Publicatie nr. 61*, maart.
- Faruqee, Hamid, Shujing Li & Isabel K. Yan (2004), The Determinants of International Portfolio Holdings and Home Bias, *IMF Working paper No. 04/34*, February 2004.

- Feldstein, M. & C. Horioka (1980), Domestic Savings and International Capital Flows, *Economic Journal*, Vol. 90, 1980, pp. 314 - 29.
- Ferguson, R.W. (2005), U.S. Current Account Deficit: Causes and Consequences, speech, North Carolina, April 20, 2005.
- Fislow, A. (1985), Lessons From the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period, *International Organization*, Vol.30 (3), Summer, 1985, pp. 383 - 439.
- Freund, C.L. (2000), Current Account Adjustment in Industrialized Countries, *International Finance Discussion Paper No. 692*, December 2000.
- Furceri, D. (2006), From Currency Unions to a World Currency: A Possibility?, unpublished paper, Chicago, January 2006.
- Galati, G. & P. Wooldridge (2006), The Euro as a Reserve Currency: a Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar?, *BIS Working paper No. 218*, October 2006.
- Galbraith, K. (ed.) (2001), *Globalisation. Making Sense of an Integrating World*, The Economist, London.
- Ghironi, F., T.B. Iscan & A. Rebucci (2005), Net Foreign Asset Position and Consumption Dynamics in the International Economy, *IMF Working Paper 05/82*, April.
- Gill, B. & J. Reilly (2007), The Tenuous Hold of China Inc. in Africa, *The Washington Quarterly*, Summer 2007, pp. 37 - 52.
- Glick, R. (2005) & M. Spiegel (2005), The Bretton Woods System: Are We Experiencing a Revival?, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 25 November 2005.
- Goldberg, Linda S. & Michael W. Klein (1998), Foreign Direct Investment, Trade and Real Exchange Rate Linkages in Developing Countries, in: R. Glick (ed.), *Managing Capital Flows: Perspectives from the Pacific basin*, Cambridge University Press, 1998, pp. 73 - 100.
- Gourinchas P-O & H. Rey (2005-a), From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege, Paper for the NBER Conference on G7 current account imbalance: Sustainability and Adjustment, May 2005.
- Gourinchas P-O & H. Rey (2005-b), International Financial Adjustment, Center for International and Development Economics Research, Working Paper Co5'139, Berkeley, February 2005.
- Gros, D. (2006), Foreign Investment in the US (II): Being Taken to the Cleaners?, *CEPS Working Document No. 243*, April 2006.
- Gruber, J.W. & S.B. Kamin (2005), Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 846, November 2005.
- Haas, B. de & C. van Lotriningen (2005), Wim Duisenberg. Van Friese volksjongen tot Mr. Euro, *Uitgeverij Business Contact*, Amsterdam.
- Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2005-a), 'Dark Matter' Makes the US Deficit Disappear, *Financial Times*, 8 December 2005.
- Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2005-b): U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?, www.cid.harvard.edu.

- Hausmann, R. & F. Sturzenegger (2007), Dark Matter and International Imbalances, *Economic Policy*, July 2007, pp. 470 – 518.
- Heath, A. (2007), What Explains the US Net Income Balance?, Bank for International Settlements, BIS Working Papers No. 223, January 2007.
- Heertje, A. (red.) (1993), *World Savings. An International Survey*, Blackwell, Oxford.
- Hellersten, R., D. Daly & C. Marsh (2006), Have U.S. Import Prices Become Less Responsive to Changes in the Dollar?, *Current Issues*, vol. 12 (6), Federal Reserve Bank of New York, September 2006.
- Hermes, N., R. Lensink & V. Murinde (2002), Flight Capital and its Reversal for Development Financing, paper gepresenteerd op de UNU/WIDER conferentie, Helsinki, 23 & 24 augustus 2002.
- Het Financieele Dagblad, China verruult dollarreserves voor aandelen, 10 maart 2007.
- Het Financieele Dagblad, Overnames China moeilijker, 29 augustus 2007.
- Higgins, M. & T. Klitgaard (1998), Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow, *Current Issues*, vol. 4(13), Federal Reserve Bank of New York, December 1998.
- Higgins, M. & T. Klitgaard (2004), Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets, *Current Issues*, vol. 10(10), Federal Reserve Bank of New York, September/October 2004.
- Higgins, M., Klitgaard, T. & R. Lerman (2006), Recycling Petrodollars, *Current Issues*, vol. 2 (9), Federal Reserve Bank of New York, December 2006.
- Higgins, M., T. Klitgaard & C. Tille (2005), The Income Implications of Rising U.S. International Liabilities, *Current Issues*, vol. 11 (12), Federal Reserve Bank of New York, December 2005.
- Hogenbirk, A.E. (2002), Determinants of Inward Foreign Direct Investment: the Case of the Netherlands, Maastricht.
- Holle, S. & M. Demertiz (2002), External Wealth and the Trade Balance: A Time-Series Analysis for The Netherlands, De Nederlandsche Bank, Research Memorandum WO no. 716, December 2002.
- Hunt, Benjamin & Alessandro Rebucci (2003), The U.S. Dollar and the Trade Deficit: What Accounts for the Late 1990s?, IMF Working Paper, No. 03/228, October 2003.
- International Monetary Fund (1993), *Balance of Payments Manual*, 5th edition.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, meerdere jaargangen.
- International Monetary Fund, *Balance of Payments Statistics*, meerdere jaargangen.
- Jen, S.L. (2005), Chinese RMB Less Than 10% Undervalued Against USD, *Economic Trends*, Morgan Stanley, June 9 2005.
- Jessop, J. (2007), Time to Step Forward, Mrs. Wang, *Capital Economics, Asian Economics Weekly*, 27 August 2007.
- Johnson, S. (2005), Dollar's Rise Aided by Opec Holdings, *Financial Times*, 5 December.
- Jong de, J.L.M. & S. Kamalodin (2008), Asset Shortages and Other Explanations for Global Imbalances, forthcoming.
- Julius, DeAnne (1991), Direct Investment: The Neglected Twin of Trade, Group of Thirty, Occasional Paper No. 33.

- Kam, C.A. de (2002), *Nationale Verarming*, NRC Handelsblad, 15 maart 2002.
- Kauffmann, B. (1993), *Macroeconomic aspects of saving*, in: Heertje (red. 1993), pp. 31 – 63.
- Kindleberger, C.P. (1985), *International Capital Movements*, Cambridge University Press, Cambridge, 1985.
- Kindleberger, C.P. (1993), *A Financial History of Western Europe*, 2nd edition, Oxford University Press, 1993.
- King, Harlan W. (2001), *The International Investment Position of the United States at Yearend 2000*, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis, July 2001, pp.7 - 15.
- Koelwijjn, J.(2008), *De overname van de ABN Amro: de belangen van de stakeholders in de diverse scenario's geanalyseerd, te verschijnen*.
- Koivu, T (2005), *The Challenge of Choosing an Optimal Exchange Rate Regime for China*, Bank of Finland, January 2005.
- Koopmans, L. (1974-a), *1,4 miljard begrotingsruimte*, Economisch Statistische Berichten, 24 juli 1974, pp. 639 – 641.
- Koopmans, L. (1974-b), *Financieel-economische aspecten van de Rijksbegroting 1975*, Economisch Statistische Berichten, 2 oktober 1974, pp. 866 – 868.
- Koopmans, L (1993). *Financiering en macro-economische aspecten van het vergrijzingsvraagstuk; een internationale uitweg?*, Tijdschrift voor bedrijfsadministratie, 1161, 500 – 505.
- Kouri, P.J. & J.B. De Macedo (1978), *Exchange rates and the International Adjustment Process*, Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1978, pp. 111 – 157.
- Kubelec, C., B-E Orskaug & M. Tanaka (2007), *Financial Globalisation, External Balance Sheets and Economic Adjustment*, Bank of England Quarterly Bulletin 2007 Q2, pp. 244 – 257.
- Kuné, J.B. (2004), *Op weg naar één nationale pensioeninstelling*, oratie, Universiteit van Amsterdam, 4 juni 2004.
- Kuné, J.B. (2005), *Billijkheid en doelmatigheid in het systeem van de (aanvullende) pensioenvoorziening*, Financiële en Monetaire Studies, Vol. 23 (3), januari 2005.
- Kuné, J.B. (2006), *Global Aging: Can We Grow Older Comfortably?*, paper presented at the 26th SUERF Colloquium, Lisbon, Portugal, October 12 – 14, 2006.
- Kusters, A.P. (1997), *Het zwarte gat van Nederland*, Centraal Planbureau, Onderzoeksmemorandum N. 137, Den Haag, Juli 1997.
- Kusters, A.P. (1998) *The "black hole" bigger than ever before*, CPB Report, 98/2
- Landefeld, S.J., A.M. Lawson & D.B. Weinberg (1992), *Rates of Return on Direct Investment*, Survey of Current Business, August 1992, pp. 79 – 86.
- Lane, P.R. (2000), *International Investment Positions: A Cross Sectional Analysis*, Journal of International Money and Finance, Vol. 19 (4), August 2000.
- Lane, Philip R. (1999), *Do International Investment Income Flows Smooth Income?*, Discussion Paper No. 2123, CEPR, London. March 1999.
- Lane, Philip R., (1999), *The New Open Economy Macroeconomics: A Survey*, Discussion Paper No. 2115, CEPR, London. March 1999.
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (1999), *The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries*, IMF Working Paper no. 99/115, August 1999.

- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2000), External Capital Structure: Theory and Evidence, second draft, July 27th, 2000.
- Lane, Philip R. & Gian Maria Milesi-Ferretti (2001), Long-term Capital Movements, IMF Working Paper 01/107, August 2001.
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2002), External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate, IMF Working Paper, No. 02/51, March 2002.
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2003), International Financial Integration, IMF Staff Papers, vol 50 Special Issue on the IMF Third Annual Research Conference, Washington, 2003.
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2005), Financial Globalization and Exchange Rates, IMF Working Paper 05/03, January 2005.
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2005), A Global Perspective on External Positions, NBER Working Paper 11589, August 2005.
- Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2006), The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 – 2004, Discussion Paper No. 5644, CEPR, April 2006.
- Lehmann, Alexander (2002), Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities, IMF Working Paper No. 02/47, March 2002
- Lewis, R.D. (2005), Finland, Cultural Lone Wolf, Intercultural Press, London.
- Lim, Ewe-Ghee, Determinants of, and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature, IMF Working Paper No. 01/175, November 2001.
- Masson, P.R. & R.W. Tryon (1991), Macroeconomic Effects of Projected Population in Industrial Countries, IMF Staff Papers 37, blz. 453 – 485.
- Mayhew, N. (1999), Sterling. The Rise and Fall of a Currency, Penguin Press, London.
- Milliano, R. de (2007), Gulf Cooperation Council, Special Report 2007/03, Rabobank Nederland, June 2007.
- Morgan Guaranty Trust (1986), LDC Capital Flight, World Financial Markets, March 1986, pp. 13 - 15.
- Morikawa, K. (1998), Impact of Japanese Foreign Direct Investment on the Japanese Trade Surplus, Journal of Economic Policy Modelling, 20(4), 1998, pp. 427 – 449.
- Nellis, J.G. & D. Parker (2004), Principles of Macroeconomics, Prentice Hall, Harlow, England, 2004.
- Neuberger, A. & D. McCarthy (2003) Pensions Policy: Evidence on Aspects of Savings Behaviour and Capital Markets, CEPR, London, November 2003.
- Nguyen, E.L. (2003), The International Investment Position of the United States at Yearend 2002, Survey of Current Business, Bureau of Economic Analysis, July 2003, pp.12 - 21.
- Nickell, S. (2006), The UK Current Account Deficit and All That, Bank of England Quarterly Bulletin, 2006(2), pp. 231 – 239.
- Nieuwkerk, M.van (1988), Op zoek naar 100 miljard dollar, Economisch Statistische Berichten, 16 maart 1988, pp. 272 – 282.
- Nieuwkerk, M. van (2005), Hollands Gouden Glorie. De financiële kracht van Nederland door de eeuwen heen, Becht, Haarlem.

- Nieuwkerk, M.van & R.P. Sparling (1985), *De internationale investeringspositie van Nederland*, DNB, Monetaire monografieën nr. 4, Amsterdam, 1985.
- Obstfeld, M. (2004), *External Adjustment, Revised Version of the Bernhard Harms Lecture*, Kiel, 27 August 2004.
- Obstfeld, M. & K. Rogoff (2004), *The Unsustainable US Current Account Deficit Revisited*, Paper for the NBER Preconference on G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, October 2004.
- OECD (2003-a), *Trends in Foreign Direct Investment in OECD Countries*, Economic Outlook 73, June 2003, pp. 157 – 165.
- OECD (2003-b), *Foreign Direct Investment Restrictions in OECD Countries*, Economic Outlook 73, June 2003, pp. 167 – 173.
- OECD (2003-c), *Policy Influences on Foreign Direct Investments*, Economic Outlook 73, June 2003, pp. 175 – 185.
- Pastor, M. (1989), *Capital Flight and the Latin American Debt Crisis*, Economic Policy Institute, 2006.
- Patel, B., M. Funetes & A. Stupnytska (2005), *Is Direct Investment An Engine for Economic Growth?*, Goldman Sachs Global Economics Paper No: 131, December 2005.
- Pelgrin, F. & S. Schich (2004), *National Saving – Investment Dynamics and International Capital Mobility*, Bank of Canada Working paper No. 2004-14, April 2004.
- Pugel, Tomas A. & Peter H. Lindert (2000), *International Economics*, Irwin McGraw-Hill, International Edition, London, 2000.
- Rajan, R.S. & J.Kiran (2006), *The US Dollar and the Euro as International Currencies*, *Intereconomics*, May/June, pp. 124 – 141.
- Reserve Bank of Australia (2006), *The Growth in Australia's Foreign Assets and Liabilities*, Reserve Bank Bulletin, April 2006.
- Roos, F. de (1976), *Het Internationale Monetaire Stelsel*, Stenfert Kroese, Leiden.
- Roos, F. de (1978), *Internationale economische betrekkingen. Deel I: Monetaire theorie*, Stenfert Kroese, Leiden
- Roubini, N. & B. Setser (2004), *The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances*, paper, November 2004.
- Roubini, N. & B. Setser (2005), *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing In 2005 – 2006*, paper for the Symposium on the Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development, Federal Reserve Bank of San Francisco, first draft, February 2005.
- Sawyer, C.S. & R.L. Sprinkle (2006), *International Economics*, Second Edition, Prentice Hall, 2006.
- Schneider, B. (2003), *Measuring Capital Flight: Estimates and Interpretations*, Overseas Development Institute, Working Paper 194, London, March 2003.
- Schouten, D.B.J. & A.H.J. Kolnaar (2003), *De macro-economische betekenis van een kapitaaldekkingstelsel*, *Maandschrift Economie*, jaargang 67, pp. 89 – 112., 2003.
- Schularick, M. (2005), *A Tale of Two "Globalizations": Capital Flows From Rich to Poor in Two Eras of Global Finance*, paper, Deutsche Bank.
- Schweizerische Nationalbank (SNB 2006), *Switzerland's International Investment Position in 2005*, December 2006.

- Senior, S. & R. Westwood (2001), The External Balance Sheet of the United Kingdom: Implications for Financial Stability, Bank of England Quarterly Bulletin, Winter (2001), pp. 388 – 405.
- Shafer, J.R. (1987), What the US Current-Account Deficit of the 1980s Has Meant for Other OECD Countries, paper for a conference at the Federal Reserve Bank of St. Louis, 23 & 24 Oktober 1987.
- Sluyterman, K. & J.L. van Zanden (2008), 'Koninklijke' en haar aandeelhouders, 1890 - 2005, te verschijnen.
- Smant, D.J.C (1999), Sparen, lenen en beleggen. De vermogenspositie van Nederlandse gezinnen, Financiële en Monetaire Studies, 18e jaargang Nr.1, 1999 - 2000, Wolters- Noordhoff.
- Sparling, R.P., (2002), Het externe vermogen van Nederland, Themanummer van het Statistisch Bulletin, De Nederlandsche Bank, maart 2002.
- Statistics Canada (2005), Canada's Balance of International Payments and International Investment Position, Catalogue No. 67-506-XIE.
- Steenkamp, E & T. Vrugt (2004), Zijn Nederlandse beleggers echt zo slecht?, Economisch Statistische Berichten, 17-9- 2004.
- Stevens, Th. A. (1974-a), Vijfde rapport studiegroep 'Begrotingsruimte', Economisch Statistische Berichten, 3 juli 1974, pp. 571 – 575.
- Stiglitz, J. (2002), Globalization and Its Discontents, W.W. Norton & Company, New York.
- Struijs, A.C.A. (2007), Wie is er bang voor Sovereign Wealth Funds?, Themabericht 2007/28, Rabobank Nederland, oktober 2007.
- Summers, L.H. (2006), Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation, L.K.Jha Memorial lecture, Mumbai, 24 March 2006.
- Taylor, A.M. (2002), A century of Current Account Dynamics, NBER Working Paper 8927, mei 2002.
- Tille, Cedric (2003), The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt, Current Issues, Federal Reserve Bank of New York, vol. 9, nr 1, January 2003.
- The Economist (2004), The Future of the Dollar, Special Report, 4 December, 2004.
- The Economist (2005), Precisely Wrong, Economics Focus, 23 June, 2005.
- The Economist (2006), Never Too Late to Scramble (China in Africa), 26 October, 2006.
- The Economist (2006), Wrong Model, Right Content (Africa and China), 26 October, 2006.
- The Economist (2007), The Falling Dollar, 2 December, 2007.
- The Economist (2007), Sustaining the Unsustainable, Finance and Economics, 17 March 2007.
- The Economist (2007), Multinationals: Globalisation's Offspring, 7 April, 2007.
- Trinh, T. & S. Voss (2006), China's Commodity Hunger, China Special, Current Issues, Deutsche Bank Research, 13 June 2006.
- Turner, P. (1991), Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends, BIS Economic Papers, No. 30, April 1991.
- Unger, B. (2003), Graaft Nederland zijn bergje af? The Pietersbergparadox and Mountains of Debt, oratie, Universiteit van Utrecht, 22 oktober 2003.

- Viotor, R.H.K. (2007), *How Countries Compete. Strategy, Structure, and Government in the Global Economy*, Harvard Business School Press, Boston (Mass), 2007.
- Visser, H. (2004), *Het externe vermogen en de overheid*, Economisch Statistische Berichten, 17-9- 2004.
- Visser, H (2000), *A Guide to International Monetary Economics*, Edgar Elgar, Cheltenham, VK.
- Visser, H. (2005), *Does FDI Benefit the Home Economy?*, unpublished paper, January 2005.
- Vossen, M (2006), *China en India knagen aan Westers hulprecept*, in: NCDO Jaarboek 2005 – 2006.
- Vries, M.G. de (1969-a), *The International Monetary Fund 1945 - 1965, Twenty Years of Monetary Cooperation, Volume I*, IMF, Washington, 1969.
- Vries, M.G. de (1969-b), *The International Monetary Fund 1945 - 1965, Twenty Years of Monetary Cooperation, Volume II*, IMF, Washington, 1969.
- Vries, M.G. de (1969-c), *The International Monetary Fund 1945 - 1965, Twenty Years of Monetary Cooperation, Volume III*, IMF, Washington, 1969.
- Vries, M.G. de (1976-a), *The International Monetary Fund 1966 – 1971, The System Under Stress, Volume I*, IMF, Washington, 1976.
- Vries, M.G. de (1976-b), *The International Monetary Fund 1966 – 1971, The System Under Stress, Volume II*, IMF, Washington, 1976.
- Warnock, F.E. (2006), *How Might a Disorderly Resolution of Global Imbalances Affect Global Wealth?*, IMF Working Paper 06/170, July 2006.
- Westwood, R. & J. Young (2002), *The External Balance Sheet of the United Kingdom: Recent Developments*, Bank of England Quarterly Bulletin, Winter (2002), pp. 440 – 450.
- Whittaker, S. (2006), *The United Kingdom's International Investment Position*, Bank of England Quarterly Bulletin, 2006 (Q3), pp. 190 – 196.
- Wolf, M. (2005), *Why Globalization Works. The Case for the Global Market Economy*, Yale University Press, London, 2005.
- Wooldridge, P.D. (2006), *The Changing Composition of Official Reserves*, BIS Quarterly Review, September 2006, pp. 25 – 38.
- World Bank, *World Debt Tables*, meerdere jaargangen.
- Zijlstra, J (1992), *Per slot van rekening. Memoires*, Uitgeverij Contact, Amsterdam.

Geraadpleegde websites

- De Nederlandsche bank: www.dnb.nl
- Centraal Bureau voor de Statistiek: www.cbs.nl
- Centraal Planbureau: www.cpb.nl
- Bureau of Economic Analysis: www.bea.gov
- Bank for International Settlements: www.bis.org
- Europese Centrale Bank: www.ecb.int

De betalingsbalans en de externe vermogenspositie

Over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken

Samenvatting

Steeds vaker blijkt dat de ontwikkeling van de externe vermogensposities van landen steeds meer losstaat van het saldo op de lopende rekening van hun betalingsbalans. Daardoor lijken externe vermogensstatistieken en betalingsbalansen steeds slechter op elkaar aan te sluiten. In dit proefschrift wordt onderzocht wat hiervan de reden is.

De in hoofdstuk 1 geformuleerde centrale probleemstelling van dit proefschrift luidt:

Wat bepaalt de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen?

Een tweede vraag is of het met het oog op de vergrijzing van de bevolking slecht is als landen er niet in slagen om een forse positieve netto internationale vermogenspositie op te bouwen. Tot slot is meer specifiek ingegaan op de vraag hoe het kan dat Nederland, ondanks decennia van spaaroverschotten, toch geen sterke externe vermogenspositie heeft.

Om deze vragen te beantwoorden is eerst in hoofdstuk 2 in kaart gebracht hoe de relatie tussen de betalingsbalans en het externe vermogen van landen verloopt. Daarbij blijkt dat een aantal goede verklaringen kan worden gevonden voor veranderingen in de externe vermogenspositie, aangeduid als vermogenseffecten, die los staan van betalingsbalansstromen.

Vervolgens worden deze verbanden in hoofdstuk 3 verder ontrafeld. De gevonden verklarende factoren kunnen worden onderverdeeld in het samenstellingseffect, het prestatie-effect en het valuta-effect. Het samenstellingseffect ontstaat als de samenstelling van de bruto externe activa en passiva uiteenlopen. In dit kader kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de Verenigde Staten, een land waarvan de passiva voor een groot deel bestaan uit laag renderende, in dollars uitgegeven obligaties, terwijl de activa een relatief grote nadruk kennen op directe investeringen en aandelenbeleggingen. Het prestatie-effect ontstaat als binnen één categorie het binnenlandse rendement afwijkt van het buitenlandse. Een goed voorbeeld van een land waar dit effect dominant is vormt Finland. Het blijkt dat de koers van het aandeel Nokia een zeer belangrijke verklaring vormt van de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van dit land. Dit effect speelt overigens ook bij Nederland. Het valuta-effect, tenslotte, speelt als veranderingen in de wisselkoers van de valuta van een land leidt tot een verandering in de externe vermogenspositie. Dit effect kan wederom goed worden waargenomen bij de Verenigde Staten, een land waarvan de externe passiva vrijwel exclusief in dollars luiden, terwijl de buitenlandse activa in vreemde valuta zijn ge-

denomineerd. Een zwakke dollar vertaalt zich daardoor rechtstreeks in een sterkere externe vermogenspositie.

In hoofdstuk 4 worden deze effecten nader geïllustreerd voor een groep van industrielanden. Het blijkt dat hoe groter de bruto externe activa en passiva zijn in verhouding tot het BBP, des te sterker de onderscheiden effecten doorwerken en des te kleiner het belang van het saldo op de lopende rekening is.

De hoofdstukken 6 en 5 bevatten vervolgens cases van twee landen die als extreme gevallen kunnen worden gezien. Daarbij gaat het als eerste om Nederland, de casus van het 'zwarte gat', en de Verenigde Staten, de casus van de 'zwarte materie'. Voor beide landen geldt dat de waargenomen kloof tussen de cumulatieve lopende rekeningsaldi en de ontwikkeling van de internationale vermogenspositie goed uit de onderscheiden effecten kan worden verklaard. Voor geen van deze landen hoeft te worden teruggevallen op het excuus van 'slechte statistieken', noch hoeft men, zoals in het geval van de Verenigde Staten, economische voodoo in de vorm van 'zwarte materie' te hulp te roepen. In het kader van de Verenigde Staten is tevens ingegaan op de vraag wat de gevolgen van de Amerikaanse schuldsituatie kunnen zijn voor de rol van de dollar. Voor ons land is de exercitie in hoofdstuk 6 in zoverre ontnuchterend, dat de conclusie onontkoombaar luidt dat er niet ergens in het buitenland een grote pot met geld staat die door de opstellers van de vermogensstatistieken over het hoofd wordt gezien.

In hoofdstuk 7 worden de vermogenseffecten geïntegreerd in een nieuwe betalingsbalansopstelling. Dit leidt tot de zogeheten vermogensopstelling van de betalingsbalans. Deze nieuwe opstelling, te gebruiken naast de gebruikelijke betalingsbalansstatistieken, geeft een andere kijk op de internationale betalingsbalansonevenwichtigheden en verschaft daarom participanten in financiële markten en beleidsmakers nuttige aanvullende informatie.

Hoofdstuk 8, ten slotte, vat samen en bevat enkele conclusies. Ook wordt in dit hoofdstuk ingegaan op de vraag of het met het oog op de vergrijzing van de bevolking slecht is als landen er niet in slagen om een forse positieve netto internationale vermogenspositie op te bouwen. In het algemeen kan worden gesteld dat een land het beste, zoals Nederland, een solide op kapitaaldekking gebaseerd pensioenstelsel kan opbouwen. Of dit wel of niet tot een netto internationale actiefpositie zal leiden, is niet zo heel relevant.

De slotopmerkingen zijn ten eerste dat afscheid moet worden genomen van het saldo op de lopende rekening als beleidsvariabele. Ten tweede moet ons land zich bezinnen hoe om te gaan met de zwakke externe vermogenspositie. De te beantwoorden vraag daarbij is op welke wijze ons land kan voorkomen dat de zeggenschap over strategische bedrijven en sectoren verloren gaat. Tot slot wordt opgemerkt dat ons land alleen invloed kan blijven uitoefenen op de spelregels waarlangs het proces van globalisering zich de komende decennia ontwikkelt als het dat doet in de context van een sterke Europese Unie.

The balance of payments and the international investment position

About black holes, dark matter and sound statistics

Summary

Increasingly, it appears that the development of a country's international investment position takes place independently of the balance on its current account. It seems that there is a growing mismatch between the statistics on the international investment position and the balance of payments. This thesis seeks to explore the reasons for this trend.

The main research question of this study is stated in Chapter 1 as follows:

What determines the development of a country's external asset position?

A second question is, whether in view of population ageing, it is problematic if countries do not succeed in accumulating a substantial positive net international asset position. Finally, the analysis examines more specifically why the Netherlands, despite decades of having a savings surplus, nevertheless has not managed to acquire a strong external asset position.

In order to address these questions, Chapter 2 first charts the course of the relationship between the balance of payments and the external asset position of countries. This throws up a number of plausible explanations for changes that have taken place in the external asset position, known as wealth effects, which are independent of balance of payments flows.

This cause-and-effect dynamics are further explored in Chapter 3. The explanatory factors can be further divided into a composition effect, a performance effect and a currency effect. The *composition effect* arises if there is a sharp divergence between the composition of gross external assets compared to liabilities. In this respect, the US is a good example, where external liabilities largely consist of low-yielding dollar-denominated bonds, while assets are relatively top-heavy in direct investments and equity holdings. The *performance effect* occurs if within one category, the domestic investment returns deviate from the returns achieved abroad. Finland is a good example of a country where this effect is dominant. The price of Nokia shares appears to provide an important explanation for the development of the country's net international investment position. This effect can also be seen in the Netherlands. Thirdly, the *currency effect* comes into play if changes in a country's currency exchange rate lead to a shift in the external asset position. This effect is again clearly evident in the United States. Here, the external liabilities are virtually only denomi-

nated in dollars, whereas foreign assets are held in foreign currencies. Consequently, a weak dollar translates directly into a stronger external asset position.

In Chapter 4, these effects are further illustrated for a group of industrial countries. The analysis shows that the greater the volume of gross external assets and liabilities in relation to GDP, the more important these three effects are relative to the importance of the position of the current account of the balance of payments.

Chapters 6 and 5 illustrate cases of two countries that can be seen as extreme examples in this respect. The first is the Netherlands, a case study of the 'black hole', followed by the US, a case study of 'dark matter'. For both countries, the perceived gap between cumulative current account balance and the development of the international investment position can be satisfactorily explained by the three effects referred to above. For neither of these countries is there a need to resort to the excuse of 'poor statistics'; nor, in the case of the US is it necessary to invoke voodoo economics in the form of 'dark matter'. The analysis also examines what the consequences of the US debt position may be for the role of the dollar. For the Netherlands, the analysis in Chapter 6 produces the sobering and inescapable conclusion that there is no pot of money out there somewhere that the statisticians have somehow overlooked when compiling a list of the country's assets.

In Chapter 7, the wealth effects are integrated into a new balance of payments classification, producing a balance of payments statement corrected for wealth effects. This new classification, to be used alongside the usual balance of payments statistics, gives a different perspective of the international balance of payments imbalances, and therefore provides useful additional information for stakeholders and policymakers.

Chapter 8, finally, contains a summary and a number of conclusions. This chapter also addresses the question whether in view of population ageing it is problematic if countries do not succeed in accumulating a considerable positive net international asset position. In general, it can be asserted that a country is better off, as in the case of the Netherlands, to build up a solid, fully funded pension system. Whether this may lead to a net international asset position is not very relevant.

The concluding remarks are firstly that we should dismiss the balance on the current account as a variable in policy-making. Secondly, the Netherlands should consider how to deal with its weak external asset position. The question to be answered in this respect is how this country can prevent the loss of its control over strategic companies and sectors. Finally, it is concluded that this country can only continue to exert influence on the game plan for the process of globalisation in the coming decades, by doing so in the context of a strong European Union.

(translated by Roisin De Jong)

La balance des paiements et l'évolution de la position extérieure

Sur des trous noirs, de la matière noire et des statistiques fiables

Résumé

De plus en plus souvent, on constate un décrochage entre l'évolution des positions extérieures et celle du solde des transactions courantes sur la balance des paiements de certains pays. On pourrait en conclure que les statistiques des positions extérieures correspondent de moins en moins bien aux balances des paiements. La présente thèse se propose d'en analyser les raisons.

Le chapitre 1 formule la question au cœur de la présente thèse comme suit:

Qu'est-ce qui détermine l'évolution de la position extérieure d'un pays ?

Une étape suivante consiste à se demander si l'incapacité de certains pays à se constituer une position externe nette sensiblement créditrice est une mauvaise chose, en plaçant cette question dans le contexte du vieillissement de la population. Finalement, nous nous pencherons plus spécifiquement sur le paradoxe des Pays-Bas, qui, malgré des décennies d'excédents d'épargne, affichent une position extérieure peu convaincante.

Pour répondre à ces questions, le chapitre 2 commencera par examiner la relation entre l'évolution de la balance des paiements et celle de la position extérieure d'un pays. On peut expliquer, de façon très plausible et satisfaisante, certains changements dans la position extérieure par des effets de patrimoine indépendants des flux de la balance des paiements.

Au chapitre 3, ces relations sont examinées encore plus en détail. Les facteurs expliquant le phénomène, abordés au chapitre précédent, peuvent être décomposés en trois types : les effets de composition, de performance et de change. L'effet de composition joue un rôle lorsque l'actif et le passif extérieurs bruts ont chacun une composition totalement différente. Un exemple parlant est formé par les États-Unis, dont le passif extérieur est composé pour une grande partie d'obligations libellées en dollars, à faible rendement, alors que l'actif extérieur se concentre, relativement, sur les investissements directs et ceux en actions. L'effet de performance apparaît lorsque le rendement intérieur diverge du rendement extérieur dans une même catégorie. La Finlande est un bon exemple d'un pays où cet effet joue un rôle dominant. En effet, le cours de l'action Nokia semble être très déterminant pour l'évolution de la position extérieure de ce pays. C'est un effet qui joue également un rôle aux Pays-Bas, par ailleurs. Enfin, l'effet de change entre en jeu lorsque les variations du taux de change

de la monnaie d'un pays modifient la position extérieure de celui-ci. Cet effet est, lui aussi, clairement observable aux États-Unis, dont le passif extérieur est presque exclusivement libellé en dollars, alors que les actifs étrangers le sont dans d'autres monnaies. La faiblesse du dollar se traduit par conséquent directement par une position extérieure plus forte.

Au chapitre 4, ces effets seront illustrés plus en détail pour un groupe de pays industrialisés. En effet, on constate que plus l'actif et le passif bruts extérieurs représentent une part importante du PIB, plus les effets décrits plus haut exercent un impact, et moins le solde des paiements courants joue un rôle significatif.

Les chapitres 6 et 5 étudient deux pays représentant des cas extrêmes. On parlera d'abord des Pays-Bas, cas typique de « trou noir ». Puis des États-Unis, cas typique de « matière noire ». Pour les deux pays, il est évident que l'écart énorme observé entre les soldes cumulés des paiements courants, et l'évolution de la position extérieure s'explique parfaitement bien par les effets analysés ici. Pour ces deux pays, on ne peut pas se prévaloir de l'excuse de mauvaises statistiques. On ne peut pas non plus, comme dans le cas des États-Unis, faire intervenir une mystérieuse « matière noire », tenant plus du vaudou que de la science économique. Dans l'étude sur les États-Unis, on s'est penché également sur les conséquences de l'endettement du pays sur le rôle du dollar. En ce qui concerne les Pays-Bas, l'étude faite dans le chapitre 6 met fin à certaines illusions car elle conduit à la constatation, inévitable, qu'aucun gros bas de laine se trouvant à l'étranger n'a échappé à l'attention des statisticiens établissant la richesse nette du pays.

Dans le chapitre 7, les effets de patrimoine sont intégrés dans une nouvelle méthode d'établissement de la balance des paiements, afin d'en faire une présentation patrimoniale. Cette nouvelle présentation, à utiliser à côté de la méthode habituelle d'établissement de la balance des paiements, permet de considérer les déséquilibres internationaux des balances des paiements sous un autre angle et donne de ce fait une information complémentaire utile aux intervenants sur les marchés des capitaux et aux décideurs politiques.

Enfin, le chapitre 8 résume et passe aux conclusions. Il se demande si l'incapacité de certains pays à se constituer une position externe nette sensiblement créditrice est vraiment une mauvaise chose, en plaçant cette question dans le contexte du vieillissement de la population. En général, on peut affirmer qu'un pays a tout intérêt à assoir solidement son régime des retraites sur le principe de la capitalisation, comme c'est le cas aux Pays-Bas. Que cela conduise ou pas à une position extérieure sensiblement créditrice n'est pas la question.

En conclusion, nous suggérons de renoncer à utiliser le solde des transactions courantes comme variable servant aux décisions politiques. Ensuite, les Pays-Bas devraient réfléchir sur la façon de faire face à sa faible position extérieure. À ce propos, on peut se demander comment l'État néerlandais peut éviter de perdre sa voix au chapitre sur l'avenir des entreprises et des secteurs stratégiques du pays. Nous finis-

sons par la remarque qu'une Union Européenne forte est le seul contexte permettant aux Pays-Bas de continuer à exercer une certaine influence sur les processus de la mondialisation au cours des décennies à venir.

(Traduction par Vertaalkantoor Kerkhoven (Nathalie Le More))

Platna bilanca i vanjsko imovinsko stanje

O crnim rupama, crnoj tvari i dobrim statistikama

Sažetak

Sve češće se vanjsko imovinsko stanje izvjesnih zemalja razvija neovisno o bilanci tekućeg računa. Isto vrijedi za statistike o vanjskom imovinskom stanju i platnu bilancu, čije se vrijednosti sve učestalije razilaze. U ovoj dizertaciji se istražuju razlozi te tendencije.

Središnje pitanje dizertacije, formulirano u prvom poglavlju, glasi:

Što određuje promjene vanjskog imovinskog stanja određene zemlje?

Drugo pitanje je da li je, uzevši u obzir starenje stanovništva, nepovoljno ako zemlje ne uspiju izgraditi snažnu pozitivnu neto vanjsku imovinsku poziciju. U nastavku se istražuje kako je moguće da Nizozemska, unatoč desetljećima štednog viška, nema čvrstu vanjsku imovinsku poziciju.

Da bi se odgovorilo na ova pitanja, u drugom poglavlju dizertacije se analizira razvoj odnosa između platne bilance i vanjskog imovinskog stanja. Pri tome je nađeno nekoliko prihvatljivih objašnjenja za relativnu neovisnost promjene vanjskog imovinskog stanja o toku platne bilance.

U trećem poglavlju se nađena objašnjenja dalje raščlanjuju na efekt sastava, izvedbe i valute. Efekt sastava je vidljiv u slučajevima kada se sastavi bruto inozemne aktive i pasive razilaze. Primjer su Sjedinjene Američke Države (SAD), kao zemlja čija se pasiva velikim dijelom sastoji od niskokamatnih obveznica izdanih u dolarima, dok se aktiva relativno većim dijelom osniva na direktnim ulaganjima i ulaganjima u dionice i vlasnička ulaganja. Efekt izvedbe je očit u slučajevima kada se tuzemni dobitak razlikuje od inozemnog unutar jedne te iste kategorije. Primjer zemlje u kojoj ovaj učinak prevladava je Finska, u čijem slučaju tečaj dionice Nokie objašnjava promjenu vanjskog imovinskog stanja zemlje. Ovaj učinak također igra ulogu u slučaju Nizozemske. Konačno, efekt valute se očituje kada promjene tečaja valute jedne zemlje uzrokuju promjenu njenog vanjskog imovinskog stanja. Primjer su SAD, čija je vanjska pasiva skoro isključivo izražena u dolarima, a vanjska aktiva u stranoj valuti. Slaba pozicija dolara se zbog toga direktno manifestira u jačoj vanjskoj poziciji SAD.

U četvrtom poglavlju su ovi učinci detaljno ilustrirani na primjerima nekoliko industrijaliziranih zemalja. Iz toga proizlazi da, što je veći omjer bruto vanjske aktive i pasive u odnosu na bruto domaći proizvod, je tim važniji učinak promjene vrijednosti vanjske imovine i tim je manje važna bilanca tekućeg računa.

Poglavlja 6 i 5 sadrže analize dviju zemalja koje se u ovom slučaju može smatrati krajnostima: slučaj Nizozemske 'crne rupe' i slučaj 'crne tvari' u SAD-u. Za obje zemlje vrijedi da se opaženu razliku između kumulativne platne bilance tekućeg računa i promjene vanjskog imovinskog stanja može objasniti pomoću efekata izloženih u prethodnim poglavljima. Pri tome nije potrebno posegnuti za ispricama manjkavih podataka i tako nastalih crnih rupa (slučaj Nizozemske), niti je potrebno, kao u slučaju SAD-a, pozivati se na ekonomsko čarobnjastvo u obliku 'crne tvari'. U okviru analize SAD-a je djelomično obrađen utjecaj zemlje u poziciji dužnika na dolar u ulozi vodeće svjetske valute. Iz šestog poglavlja slijedi za našu zemlju nezaobilazan i neugodan zaključak, da u inozemstvu ne postoji velika novčana rezerva koju su autori previdjeli prilikom sastavljanja statistika o vanjskom imovinskom stanju.

U sedmom poglavlju su promjene imovinskog stanja integrirane u novi, kompleksniji prikaz sastava platne bilance, ovdje nazvan 'platna bilanca korigirana za promjenu imovinskog stanja'. Ovaj novi izraz, kojeg treba upotrebljavati uz uobičajene statistike platne bilance, pruža drugačiji pogled na globalnu neuravnoteženost platne bilance i dodaje korisne informacije učesnicima financijskih tržišta i upravljačima država i ustanova.

U osmom poglavlju se osvrće na pitanje da li je, uzevši u obzir starenje stanovništva, nepovoljno za financiranje mirovina ako zemlje ne uspiju izgraditi jaku pozitivnu neto vanjsku poziciju. Preporuča se na kapitalu baziran mirovinski sustav kao u Nizozemskoj, u kojem slučaju neto vanjska imovinska pozicija nije odlučna. Osmo poglavlje sadrži i sažetak dizertacije, zaključak i preporuke.

Zaključno, potrebno je oprostiti se od bilance tekućeg računa u ulozi važnog upravnog instrumenta. Drugo, Nizozemska mora razmisliti kako proslijediti iz sadašnjeg slabog vanjskog imovinskog stanja. Pri tome je važno spriječiti gubitak utjecaja u strateškim poduzećima i sektorima. Konačna napomena se odnosi na mogućnosti utjecanja na dogovore i pravila koji će u dolazećim desetljećima usmjeriti globalizaciju: za malu zemlju pruža djelovanje u sklopu snažne Europske zajednice jedini izgled na mogućnost utjecanja.

Prijevod na hrvatski jezik: Dr. Sanja Kregar

Die Zahlungsbilanz und das Auslandsvermögen

Über schwarze Löcher, schwarze Materie und gute Statistiken

Zusammenfassung

Immer häufiger zeigt sich, dass die Entwicklung der Auslandsvermögensposition von Staaten in zunehmendem Maße unabhängiger von ihrer Leistungsbilanz wird. Dadurch scheint die Kohärenz zwischen Auslandsvermögensstatistiken und Zahlungsbilanzen immer weiter abzunehmen. In dieser Dissertation wird untersucht, was die Gründe hierfür sind.

Die in Kapitel 1 formulierte zentrale Problemstellung lautet:

Was bestimmt die Entwicklung der Auslandsvermögensposition von Staaten?

Eine zweite Frage lautet, ob es im Hinblick auf die Überalterung der Bevölkerung schlecht ist, wenn es Staaten nicht gelingt, international eine starke positive Netto-Auslandsposition aufzubauen. Und schließlich wird spezifisch auf die Frage eingegangen, wie es möglich sein kann, dass die Niederlande trotz Jahrzehnten mit Sparüberschüssen dennoch keine starke Auslandsvermögensposition aufweisen.

Um diese Frage zu beantworten, wird zunächst in Kapitel 2 die Beziehung zwischen der Zahlungsbilanz und dem Auslandsvermögen von Staaten dargestellt. Dabei zeigt sich, dass man für eine Reihe von Veränderungen der Auslandsvermögensposition – insbesondere Vermögenseffekte – gute Erklärungen finden kann, die unabhängig von den Zahlungsbilanzströmen sind.

In Kapitel 3 werden diese Zusammenhänge weiter vertieft. Die gefundenen erklärenden Faktoren lassen sich in den Zusammensetzungseffekt, den Leistungseffekt und den Währungseffekt unterteilen. Der Zusammensetzungseffekt entsteht bei einer unterschiedlichen Zusammensetzung der Brutto-Auslandsaktiva und Brutto-Auslandspassiva. Ein Beispiel hierfür sind die USA, ein Land, in dem die Passiva zu einem großen Teil aus niedrig verzinsten, in Dollar ausgegebenen Anleihen bestehen, während bei den Aktiva ein relativ deutlicher Schwerpunkt auf direkten Investitionen und Aktienanlagen liegt. Der Leistungseffekt entsteht, wenn innerhalb eines Bereiches die inländische Rendite von der ausländischen Rendite abweicht. Ein gutes Beispiel hierfür ist Finnland. Es zeigt sich, dass der Kurs der Nokia-Aktie eine sehr wichtige Erklärung für die Entwicklung der Auslandsvermögensposition dieses Landes bietet. Dieser Effekt spielt übrigens auch in den Niederlanden eine Rolle. Der Währungseffekt tritt schließlich auf, wenn Veränderungen des Wechselkurses eines Landes zu einer Veränderung der Auslandsvermögensposition führen. Dieser Effekt ist wiederum gut in den USA zu beobachten, wo die ausländischen Passiva fast ausschließlich auf Dollar lauten, die ausländischen Aktiva dagegen vorwiegend auf

Fremdwährung. Ein schwacher Dollar verstärkt dadurch unmittelbar die ausländische Vermögensposition.

In Kapitel 4 werden diese Effekte am Beispiel einer Gruppe von Industrieländern genauer veranschaulicht. Dabei zeigt sich, dass sich die verschiedenen Effekte umso stärker auswirken und die Bedeutung für den Saldo der Leistungsbilanz umso geringer ist, je größer die ausländischen Brutto-Aktiva und –Passiva sind.

Die Kapitel 5 und 6 enthalten Fallstudien von zwei Ländern, die als Extremfälle bezeichnet werden können. Dabei geht es zum einen um die Niederlande, den Fall des 'schwarzen Loches', und zum anderen um die USA, den Fall der 'schwarzen Materie'. Für beide Länder gilt, dass sich die festzustellende Kluft zwischen den kumulativen Saldi der Leistungsbilanz und der Entwicklung der internationalen Vermögensposition gut durch die verschiedenen Effekte erklären lässt. Für keines dieser Länder können 'schlechte Statistiken' als Ausrede dienen und man muss sich auch nicht, wie im Fall der USA, auf wirtschaftliches Voodoo in der Form von 'schwarzer Materie' berufen. Bei der Darstellung des Beispiels der USA wird auch auf die Frage eingegangen, was die Folgen der amerikanischen Verschuldungslage für die Rolle des Dollars sind. Für die Niederlande ist die Fallstudie in Kapitel 6 insoweit ernüchternd, als die Schlussfolgerung unvermeidlich lauten muss, dass es nicht irgendwo im Ausland einen großen Topf mit Geld gibt, den die Verfasser der Vermogensstatistiken übersehen haben.

In Kapitel 7 werden die Vermögenseffekte in eine neue Zahlungsbilanzaufstellung integriert. Das Ergebnis ist die sogenannte Vermogenaufstellung der Zahlungsbilanz. Diese neue Aufstellung, die neben den üblichen Zahlungsbilanzstatistiken zu verwenden ist, vermittelt eine andere Sichtweise auf die internationalen Zahlungsbilanz-Unausgeglichenheiten und verschafft den Akteuren an den Finanzmärkten sowie den politischen Entscheidungsträgern nützliche zusätzliche Informationen.

Kapitel 8 schließlich fasst zusammen und enthält einige Schlussfolgerungen. Außerdem wird in diesem Kapitel die Frage behandelt, ob es im Hinblick auf die Überalterung der Bevölkerung schlecht ist, wenn es Ländern nicht gelingt, eine starke positive Netto-Auslandsvermögensposition aufzubauen. Im Allgemeinen kann man sagen, dass ein Land am besten – wie die Niederlande – ein solides, auf Kapitaldeckung basierendes Rentensystem aufbauen sollte. Ob dies nun zu einer internationalen Netto-Aktivposition führen wird, ist weniger relevant.

Die Schlussbemerkungen besagen zum einen, dass man sich davon verabschieden muss, dass der Saldo der Leistungsbilanz als politische Variable dienen kann. Außerdem müssen die Niederlande sich darüber Gedanken machen, wie mit der schwachen Auslandsvermögensposition umzugehen ist. In dem Zusammenhang ist die Frage zu beantworten, auf welche Weise die Niederlande vermeiden können, dass die Kontrolle über strategische Unternehmen und Sektoren verloren geht. Und schließlich wird angemerkt, dass die Niederlande nur dann weiterhin Einfluss auf die Spielregeln, nach denen sich der Prozess der Globalisierung in den kommenden Jahrzehnten

richten wird, ausüben können, wenn sie das im Kontext einer starken Europäischen Union tun.

(Übersetzung Vertaalbureau ter Doest)