

## **Waar is het vermogen van Nederland gebleven?**

*Nederland heeft sinds decennia ieder jaar een surplus op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit betekent dat ons land in principe jaarlijks vorderingen op het buitenland opbouwt. Toch blijkt dat ons land in de loop der tijd geen netto vermogen, maar juist een netto schuldpositie heeft opgebouwd.*

### **Een structureel overschot**

Eind 1986 had ons land volgens opgave van DNB netto vorderingen op het buitenland ter waarde van in totaal € 50 mld. In de jaren 1987 – 2001 werd jaarlijks een fors overschot op de lopende rekening gerealiseerd voor in totaal een bedrag van circa € 170 mld. Daarom zou men verwachten, dat de vermogenspositie van Nederland aanzienlijk is verbeterd. Over 2001 rapporteert DNB echter dat ons land ten opzichte van het buitenland geen netto vermogen meer heeft. Inmiddels is zelfs sprake van een netto schuldpositie. Het gaat om een bedrag van € 55 mld.<sup>1</sup>

### **De vermogenspositie nader beschouwd**

De internationale netto vermogenspositie van ons land is het saldo van enerzijds de buitenlandse bezittingen van Nederlandse ingezetenen en anderzijds de bezittingen van buitenlanders in Nederland. Ons land heeft een zeer open economie. De vervlechting van ons land met de rest van de wereld wordt mede weerspiegeld in de wederzijdse vermogensverhoudingen. Het bruto vermogen van ons land bestond in 2001 uit buitenlandse bezittingen ter waarde van circa € 1408 mld. Hier stonden buitenlandse bezittingen in ons land ter waarde van € 1462 mld tegenover. Het verschil, circa € 55 mld, is de netto schuldpositie van Nederland. Het externe vermogen kan worden onderverdeeld in de directe buitenlandse investeringen en effecten (op hun beurt onderverdeeld in aandelen en schuldpapier zoals

obligaties). Daarnaast is er een grote post ‘overig’. Daarin zit onder meer de buitenlandpositie van het bankwezen (inclusief de deviezenvoorraad van DNB) en de overheid verwerkt. Zie tabel 1 voor de samenstelling en het beloop van de internationale vermogenspositie van ons land sedert 1986.

**Tabel 1: De Nederlandse vermogenspositie**

<i>EUR mld</i>	'86	'90	'93	'97	'01
<b>Bruto vorderingen op het buitenland</b>	<b>239</b>	<b>328</b>	<b>439</b>	<b>684</b>	<b>1408</b>
- w.v. directe investeringen	57	82	106	182	374
- w.v. aandelen	18	26	53	114	267
- w.v. schuldpapier	19	24	41	108	284
- w.v. overig	145	196	239	280	483
<b>Bruto verplichtingen aan het buitenland</b>	<b>189</b>	<b>274</b>	<b>384</b>	<b>660</b>	<b>1462</b>
- w.v. directe investeringen	33	53	66	112	324
- w.v. aandelen	38	43	81	206	322
- w.v. schuldpapier	19	36	64	86	294
- w.v. overig	99	142	173	256	522
<b>Netto extern vermogen Nederland</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>24</b>	<b>-55</b>
- w.v. directe investeringen	24	29	40	70	50
- w.v. aandelen	-19	-17	-29	-92	-56
- w.v. schuldpapier	0	-12	-22	22	-10
- w.v. overig	46	54	66	24	-39

### **Waarvoor verandert het vermogen?**

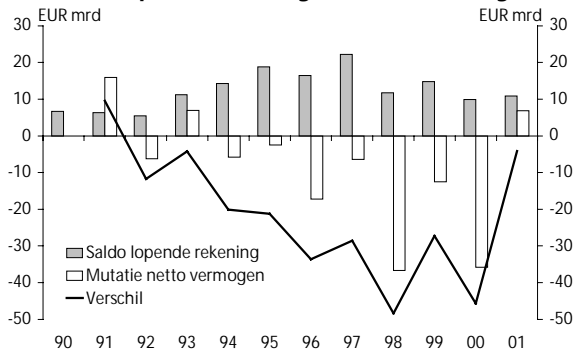
Er zijn meerdere oorzaken voor veranderingen in de internationale netto vermogenspositie van een land. De meest voor de hand liggende oorzaak ligt in de lopende rekening van de betalingsbalans. Bij een overschot nemen de netto vorderingen op het buitenland toe, bij een tekort nemen deze af. Voor de meeste landen blijkt het cumulatieve lopende rekeningssaldo een goede benadering voor de ontwikkeling van de netto vermogenspositie.<sup>2</sup> Het is echter niet de enige, en voor ons land ook niet de

<sup>1</sup> Alle in dit themabericht gebruikte cijfers zijn ontleend aan DNB. De belangrijkste bron is R.P. Sparling, Het externe vermogen van Nederland, Themanummer Statistisch Bulletin, februari 2002 en het Statistisch Bulletin van december 2002, met name tabellen 5.1, 5.6, 5.7.1, 5.7.2 en 5.11.

<sup>2</sup> W.W.Boonstra, Nederlands verdwenen vermogen, Economisch Statistische Berichten, 14 november 2003, pp. 535 - 537

belangrijkste, oorzaak van veranderingen in de Nederlandse vermogenspositie (grafiek 1).

**Grafiek 1: Lopende rekening en extern vermogen**



Dit is immers het saldo van de vorderingen die het buitenland op ons land heeft en de Nederlandse bezittingen in het buitenland. Deze wederzijdse vorderingen zijn ook los van betalingsbalansmutaties aan waardeveranderingen onderhevig. Enkele voorbeelden mogen ter verduidelijking dienen.

Allereerst spelen **wisselkoerseffecten** een belangrijke rol. Als een land een sterke munt heeft, zoals de Nederlandse gulden in de aanloop naar de introductie van de euro in 1999, heeft dit een negatief effect op de waarde van de buitenlandse bezittingen. Een bezit in een vreemde valuta verliest immers, gemeten in guldens dan wel euro's, gestaag aan waarde als de desbetreffende vreemde valuta in waarde daalt. Specifiek voor grensoverschrijdend **effectenbezit** speelt, naast het wisselkoerseffect, het relatieve rendement (m.n. de koerswinst) op de effectenportefeuille een rol van betekenis. Indien op buitenlandse effecten koerswinsten worden behaald stijgt het buitenlandse vermogen, terwijl de buitenlandse bezittingen in ons land in waarde stijgen als gevolg van de koerswinst die buitenlandse beleggers in ons land weten te behalen. Rente en dividenden worden geboekt op de inkomstenrekening van de betalingsbalans, een onderdeel van de lopende rekening.

In geval van **directe investeringen** speelt nog het resultaat van de buitenlandse vestigingen een rol. De waarde van buitenlandse investeringen stijgt door het lokaal herinvesteren van ter plekke behaalde winsten. Anderzijds daalt de waarde van buitenlands bezit als lokaal verlies wordt geleden dat ter plekke wordt

afgeboekt. Ook **afschrijvingen** van bijvoorbeeld goodwill leiden tot een afname van de waarde van buitenlands bezit.

Dergelijke vermogenseffecten hebben een grotere invloed naarmate de bruto standen groter zijn ten opzichte van het BBP. Voor Nederland is deze gevoeligheid extreem groot. In 2001 bedroegen onze bruto buitenlandse bezittingen en de bruto vorderingen van het buitenland op ons land respectievelijk € 1408 mld en € 1462 mld. In beide gevallen gaat het om meer dan 300% van het BBP! Dit betekent, dat bijvoorbeeld relatief kleine wisselkoersbewegingen in absolute bedragen zeer zwaar doorwerken.

Met name in het afgelopen decennium is de absolute omvang van de wederzijdse bruto vorderingen fors opgelopen. Dit weerspiegelt niet alleen het toegenomen belang van internationaal beleggen, maar ook de toename van de grensoverschrijdende fusies en overnames die vooral in de jaren '90 is opgetreden. In het onderstaande worden de veranderingen in het externe vermogen voor een tweetal categorieën, te weten de directe buitenlandse investeringen (DBI) en het aandelenbezit, nader beschouwd.

### Directe buitenlandse investeringen

Directe buitenlandse investeringen (DBI) worden door DNB omschreven als 'transacties tussen ondernemingen waarbij één onderneming (de moeder) de permanente zeggenschap heeft in het bestuur van de andere onderneming (de dochter)'.<sup>3</sup> Het kan gaan om investeringen in nieuwe buitenlandse productie-locaties, maar ook om deelnemingen in bestaande buitenlandse ondernemingen. Het grote verschil met aandelenbeleggingen is daarin gelegen, dat het in het laatste geval vooral gaat om het rendement, terwijl bij DBI de zeggenschap het belangrijkste criterium is.

In 1986 hadden Nederlandse bedrijven buitenlandse bezittingen ter waarde van € 57 mld. Hier stonden buitenlandse bezittingen in Nederland ter waarde van € 33 mld tegenover, zodat een netto buitenlands bezit aan DBI ter waarde van € 24 mld resteerde. Sindsdien hebben Nederlandse ondernemingen voor een bedrag van in totaal € 369 mld aan investeringen

<sup>3</sup> DNB, Standen directe investeringen in 1996 en 1997, Statistisch Bulletin, juni 1999

in het buitenland verricht. In het oog springende voorbeelden zijn onder meer KPN, Ahold, ABN Amro en ING.

Ons land is ook een belangrijke ontvanger van buitenlandse investeringen. Sedert 1986 investeerden buitenlandse bedrijven voor in totaal € 273 mld in ons land. Voorbeelden zijn onder meer Giant, British Steel (Hoogovens) en binnenkort waarschijnlijk Air France (KLM).

Hieruit blijkt, dat Nederland in dit tijdvak voor € 97 mld meer in het buitenland investeerde dan omgekeerd. Men zou dan ook verwachten dat de netto vermogenspositie van ons land inzake DBI met een vergelijkbaar bedrag zou zijn opgelopen tot om en nabij de € 120 mld. Het blijkt evenwel, dat de waarde van onze netto buitenlandse directe investeringen is blijven steken op € 50 mld. Het verschil van circa € 70 mld kan worden uitgesplitst in twee componenten. Het blijkt dat, los van betalingsbalansmutaties, de waarde van het buitenlandse bezit in ons land in de beschouwde periode is gestegen met € 18 mld, terwijl op onze investeringen in het buitenland een vermogensafname van in totaal € 53 mld is gerealiseerd.

Waardeveranderingen kunnen, zoals gezegd, worden verklaard uit de rentabiliteit van de investeringen ter plaatse, wisselkoerseffecten, maar ook uit afschrijvingen. Als ondernemingen een buitenlandse overname doen en de betaalde goodwill in één keer afschrijven, heeft dit direct een negatief gevolg voor de waarde van de buitenlandse investering.<sup>4</sup> Wanneer ondernemingen in verschillende landen op een uiteenlopende wijze omgaan met de behandeling van goodwill, kunnen er verstoringen ontstaan als de waarde van de wederzijdse vorderingen van jaar tot jaar wordt vergeleken. Over de wat langere termijn middelen die verschillen echter grosso modo uit.

Hier past wel een kanttekening. De registratie van de waarde van buitenlandse bezittingen is, net als betalingsbalansregistraties, een statistisch moeilijke aangelegenheid. Sommige mutaties onttrekken zich aan waarneming. Ook loopt het waarderingsbeleid tussen ondernemingen sterk uiteen. Dit blijkt bijvoorbeeld ook aan de forse bijstellingen achteraf.

De hier gepresenteerde cijfers moeten dan ook met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd, al is het beeld op hoofdlijnen duidelijk genoeg.

Tabel 2 illustreert het bovenstaande voor de jaren 1998 - 2001. Het blijkt, dat sedert 1998 per saldo forse waardedalingen zijn geboekt. Dit is opmerkelijk omdat in die jaren tot begin 2002 de dollar onder opwaartse druk stond. Een sterkere dollar heeft een positief effect op de waarde van de Amerikaanse bezittingen van ons bedrijfsleven. Het positieve wisselkoerseffect werd echter meer dan tenietgedaan door andere, negatieve vermogenseffecten.

**Tabel 2: Verloop directe investeringen**

EUR mld	'98	'99	'00	'01
<b>Nederlandse investeringen in buitenland</b>				
Stand begin jaar	182	196	263	331
Kapitaalstromen betalingsbalans	33	54	80	55
Waarderingsverschil	-18	12	-12	-12
Stand einde jaar	196	263	331	374
<b>Buitenlandse investeringen in Nederland</b>				
Stand begin jaar	112	141	192	265
Kapitaalstromen betalingsbalans	33	39	65	57
Waarderingsverschil	-4	12	8	2
Stand einde jaar	141	192	265	324

#### **Internationaal aandelenbezit**

Nederland heeft op het gebied van aandelen traditioneel een netto debet positie ten opzichte van het buitenland. Dit komt mede doordat grote buitenlandse beleggers vanwege ons vrije kapitaalverkeer wel van oudsher toegang hebben tot de Nederlandse effectenbeurs, terwijl sommige grote Nederlandse institutionele beleggers (pensioenfondsen) pas relatief laat toestemming kregen om internationaal te gaan beleggen. Het ABP mag dit bijvoorbeeld pas sedert 1988. De grensoverschrijdende kapitaalstromen zijn zeer groot. Niet alleen in absolute zin, maar ook in verhouding tot het BBP gaat het om forse bedragen. De instroom van de Nederlandse aandelenbeleggingen door buitenlanders is zelf op zijn beurt weer een saldo van aan- en verkoop van Nederlandse aandelen door buitenlanders. Omgekeerd worden de Nederlandse beleggingen in buitenlandse aandelen weer

<sup>4</sup> DNB, Het externe vermogen van Nederland in 2001, Statistisch Bulletin, december 2002

gevormd door het saldo van aan- en verkoop van buitenlandse aandelen door Nederlandse beleggers. In 1986 hadden Nederlandse beleggers in totaal ter waarde van € 18 mld in portefeuille. Daar stond tegenover dat buitenlandse beleggers voor € 37 mld in Nederlandse aandelen hadden belegd. Sindsdien werd per saldo nog eens voor een bedrag van € 174 mld in buitenlandse aandelen belegd. Daarbij werd ook nog eens een aanzienlijke waardeverhoging van het buitenlandse bezit gerealiseerd, en wel voor een totaal van € 75 mld. Hierdoor was het Nederlandse aandelenbezit in het buitenland eind 2001 opgelopen tot € 267 mld. Buitenlandse beleggers kochten in het tijdvak onder beschouwing per saldo voor in totaal € 72 mld aan Nederlandse aandelen. Daarbij zagen zij hun bezit ook nog eens fors in waarde toenemen. Deze waardeverhoging van hun aandelenportefeuille bedroeg in deze periode in totaal maar liefst € 213 mld. Hierdoor kende het buitenlandse bezit aan Nederlandse aandelen eind 2001 een waarde van € 322 mld. Ook al hebben Nederlandse beleggers in de periode 1987 – 2001 voor ruim € 100 mld meer buitenlandse aandelen kochten dan omgekeerd, is de netto externe positie van Nederland met betrekking tot aandelen sinds eind 1986 per saldo toch met een totaal bedrag van ruim € 35 mld verslechterd.

**Tabel 3: Verloop grensoverschrijdend aandelenbezit**

EUR mld	'98	'99	'00	'01
<b>Nederlandse aandelenbeleggingen in buitenland</b>				
Stand begin jaar	114	148	248	273
Kapitaalstromen betalingsbalans	18	50	26	33
Waarderingsverschil	17	50	-1	-39
Stand einde jaar	148	248	273	267
<b>Buitenlandse aandelenbeleggingen in Nederland</b>				
Stand begin jaar	206	265	362	377
Kapitaalstromen betalingsbalans	4	29	19	15
Waarderingsverschil	55	69	-4	-69
Stand einde jaar	265	362	377	322

In tabel 3 staan de bewegingen voor de periode 1998 – 2001 van jaar tot jaar nog eens in detail weergegeven. Hieruit blijkt, dat zeker in jaren waarin de beurzen het goed doen, de vermogenseffecten qua

omvang veel zwaarder doorwerken dan de kapitaalstromen zoals geregistreerd op de betalingsbalans. Het resultaat zet het massaal beleggen in buitenlandse aandelen toch wel in een nieuw daglicht. Blijkbaar oefent de kracht van onze munt, of anders uitgedrukt de zwakte van buitenlandse valuta's, op langere termijn toch een sterk neerwaarts effect uit op het rendement van buitenlandse beleggingen.

### **Samenvatting en conclusies**

Ons land kende in de periode 1987 – 2001 jaarlijks een positief saldo op de lopende rekening (=nationaal spaaroverschot). Dit overschot (cumulatief ruim € 170 mld) vormde jaarlijks een netto toevoeging aan de internationale vermogenspositie van ons land. Het blijkt echter, dat waardemutaties als gevolg van wisselkoersbewegingen, beleggingsresultaten en/of afschrijvingen een veel groter effect op de waarde van het externe vermogen hebben. Dit heeft er toe geleid dat de Nederlandse vermogenspositie in diezelfde periode met circa € 105 mld is gedaald tot een netto schuldpositie van bijna € 55 mld.

De economische gevolgen van het bovenstaande zijn verstrekkend. Velen denken nog steeds dat de spaarzaamheid van ons land, zoals die van jaar tot jaar tot uiting komt is ons nationale spaaroverschot, een stevig financieel fundament voor de toekomst heeft gelegd.

Te zijner tijd, zo gaat de redenering, als de bevolking vergrijsst en het economische draagvlak versmalt, kan de macro-economische spaarquote dalen. Dan ook zouden de netto buitenlandse inkomsten het BBP kunnen aanvullen. Uiteindelijk kan het overschot op de lopende rekening omslaan in een tekort en kan worden ingeteerd op de pensioenvermogens, die deels in het buitenland zijn belegd. Het blijkt echter dat er geen netto buitenlands vermogen is waarop door ons land kan worden ingeteerd.

Als het economisch draagvlak op langere termijn versmalt, zal de betalingsbalans veel eerder dan voorzien een knellende randvoorwaarde blijken te zijn. We zijn als land, kortom, heel wat minder rijk dan we denken.

November 2003

Wim Boonstra (030 - 2166617)

W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl