

Een nieuwe kijk op de betalingsbalans

In het buitenland behaalde vermogenswinsten en -verliezen worden niet op de betalingsbalans geboekt. Zij worden echter steeds belangrijker voor de ontwikkeling van de vermogenspositie van landen. Daarom is het verstandig om deze vermogensmutaties te integreren in de betalingsbalansstatistieken.

Dankzij de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer hebben landen eenvoudig toegang tot de mondiale financiële markten. Hierdoor kunnen zij zich enerzijds grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans permitteren, terwijl anderzijds grote overschotten eenvoudig kunnen worden gerecycled. De rol van het grensoverschrijdende kapitaalverkeer beperkt zich daarbij allang niet meer tot die van tegenrekening voor het saldo op de lopende rekening. Bij vrij fluctuerende valuta op de korte termijn is het kapitaalverkeer dominant voor de bepaling van de wisselkoers en de aanpassing geschiedt door de lopende rekening (Visser, 2000). De eenvoudige toegang tot de mondiale kapitaalmarkten heeft namelijk als gevolg, dat het internationale kapitaalverkeer een geheel eigen dynamiek heeft gekregen. Daarbij worden de kapitaalstromen in hoge mate bepaald door risico- en rendementsoverwegingen, goeddeels los van de stand van de lopende rekening van de betalingsbalans. Voor zover nationale besparingen of kapitaalimport tekort schieten om investeringen in het buitenland te financieren kan het verschil eenvoudig worden aangezuiverd door middel van bancair krediet.

Door de groei in het grensoverschrijdende kapitaalverkeer zijn vooral ontwikkelde economieën onderling verweven geraakt met grote wederzijdse brutovorderingen. Hierdoor gaat het rendement dat op het buitenlandse vermogen wordt behaald een steeds grotere rol spelen bij de ontwikkeling van de internationale vermogenspositie.

Het rendement op het buitenlands vermogen

Het rendement op het buitenlandse vermogen bestaat voor een deel uit geldstromen, die op de betalingsbalans worden geregistreerd. Denk aan rentebetalingen c.q. -inkomsten, dividenden en winst uit buitenlandse directe investeringen. Ook als in het buitenland behaalde winsten ter plekke weer worden geherinvesteerd wordt dit op de betalingsbalans geregistreerd. Dit komt tot uiting als inkomsten op de kapitaalinkomstenrekening (onderdeel van de lopende rekening), waar een identieke tegenboe-

king op de financiële rekening (in dit voorbeeld als uitgaande directe investering) tegenover staat. Als het rendement op buitenlandse activa en passiva volledig op de betalingsbalans tot uiting zou komen, zitten alle grensoverschrijdende rendementen besloten in de lopende rekening. In dat geval geldt ook dat de netto buitenlandse actief- of passiefpositie van een land gelijk is aan de som van de lopende rekeningsaldi door de jaren heen. In formule:

$$NFA_{(t)} = \Sigma CA \Leftrightarrow NFA_{(t)} = NFA_{(t-1)} + CA_{(t)} \quad (1)$$

Hier staat NFA voor de netto externe vermogenspositie en CA voor het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. In de praktijk blijkt evenwel dat de statistieken over het externe vermogen van landen vaak slecht aansluiten bij de betalingsbalansstatistieken. Dit kan met de kwaliteit van zowel de betalingsbalans- als de internationale vermogensstatistieken te maken hebben. Het probleem van de matige kwaliteit van betalingsbalansstatistieken is van oudsher bekend (Van Nieuwkerk, 1988). Zo zijn er tal van voorbeelden van kapitaalvlucht via bijvoorbeeld het overfactureren van importen of het onderfactureren van uitvoer, waarbij het verschil zwart wordt bijgeschreven op buitenlandse bankrekeningen. Bij de internationale vermogensstatistieken spelen vergelijkbare registratieproblemen. Een meer fundamentele oorzaak betreft waardeveranderingen in buitenlandse bezittingen die niet gepaard gaan met grensoverschrijdende geldstromen. Zo leiden bijvoorbeeld koersverliezen of -winsten op een buitenlandse beleggingsportefeuille niet tot grensoverschrijdende betalingen en onttrekken zich derhalve aan registratie op de betalingsbalans. Ook wisselkoersschommelingen kunnen leiden tot herschikking van internationale vermogensposities, zonder dat dit tot uiting komt op de betalingsbalans. In formule:

$$\Delta NFA_{(t)} = NFA_{(t-1)} + CA_{(t)} + NK_{(t)} \quad (2) \Leftrightarrow$$

$$\Delta NFA_{(t)} = NFA_{(t-1)} + CA_{(t)} + KGFA_{(t)} - KGFL_{(t)} \quad (3)$$

In formules (2) en (3) staat NK voor de netto kapitaalwinsten op het netto externe vermogen, terwijl KGFA en KGFL staan voor de netto vermogensveranderingen op respectievelijk de bruto buitenlandse activa (bezittingen in het buitenland) en de bruto buitenlandse passiva (verplichtingen aan het buitenland). Een voorbeeld moge dit laatste verduidelijken. Als Nederlandse beleggers vermogenswinsten boeken op hun buitenlandse aandelenbezit is dit voor de

tabel 1

**Betalingsbalans na correctie
vermogensmutaties - Nederland**

	Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties		
(bedragen in miljarden euro)	2003	2004	2005
Saldo lopende rekening (gerapporteerd)	26	42	39
Netto vermogenswinst financiële rekening	85	4	-52
Netto vermogenswinst reserves	-1	-1	3
Saldo lopende rekening (gecorrigeerd)	111	45	-10
Saldo vermogensoverdrachten-rekening	-3	-1	-2
Financiële rekening (activa)	-166	-182	-308
Totaal			
w.v. betalingsbalansstromen	-44	-26	-98
w.v. vermogensmutaties	-122	-156	-210
Directe investeringen	-36	-25	-95
w.v. betalingsbalansstromen	-39	-21	-115
w.v. vermogensmutaties	3	-3	20
beleggingen in aandelen	-70	-48	-81
w.v. betalingsbalansstromen	-14	-28	-9
w.v. vermogensmutaties	-56	-21	-72
beleggingen in schuld papier	-46	-70	-74
w.v. betalingsbalansstromen	-42	-57	-56
w.v. vermogensmutaties	-4	-13	-18
overig financieel verkeer	-14	-39	-57
w.v. betalingsbalansstromen	51	80	82
w.v. vermogensmutaties	-65	-118	-139
Financiële rekening (passiva)	60	136	323
Totaal			
w.v. betalingsbalansstromen	23	-15	62
w.v. vermogensmutaties	37	152	262
Directe investeringen	4	7	34
w.v. betalingsbalansstromen	19	2	33
w.v. vermogensmutaties	-15	5	1
beleggingen in aandelen	-1	19	152
w.v. betalingsbalansstromen	1	0	68
w.v. vermogensmutaties	-2	19	84
beleggingen in schuld papier	70	59	79
w.v. betalingsbalansstromen	75	55	60
w.v. vermogensmutaties	-6	4	19
overig financieel verkeer	-13	52	58
w.v. betalingsbalansstromen	-72	-72	-99
w.v. vermogensmutaties	59	124	158
Statistische verschillen	-3	1	-3
Saldo betalingsbalans (excl. reserves)	0	0	1
Mutatie goud en deviezen	1	1	-1
w.v. betalingsbalansstromen	0	1	1
w.v. vermogensmutaties	1	1	-3

externe positie van Nederland positief (waarde buitenlandse activa neemt toe). Vanuit de externe positie bezien is een vermogensverlies van buitenlandse beleggers op hun Nederlandse aandelen even gunstig (verplichtingen aan het buitenland nemen af), hoewel het een geheel andersoortige transactie betreft. Daarom wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds de netto rendementen op de bruto buitenlandse activa (het saldo van vermogenswinsten en –verliezen in het buitenland, KGFA) en anderzijds de netto rendementen op de bruto buitenlandse passiva (saldo van vermogenswinsten en –verliezen die buitenlandse beleggers in Nederland halen, KGFL).

Lopende rekening steeds minder belangrijk

Naarmate de wederzijdse bruto vorderingen tussen landen groter zijn, worden deze vermogensmutaties steeds belangrijker voor de ontwikkeling van de externe vermogenspositie van landen. Het saldo op de lopende rekening is daardoor voor ontwikkelde landen van steeds meer ondergeschikt belang. Zo verslechtert de Amerikaanse externe positie veel langzamer dan op grond van de tekorten in het lopende verkeer kan worden verwacht. Voor Nederland blijkt juist dat de externe vermogenspositie veel zwakker is dan de gecumuleerde overschotten in het lopende verkeer (Boonstra, 2006a, 2006b).

Integratie vermogens- en betalingsbalansstatistieken

De toenemende discrepantie tussen het saldo op de lopende rekening en de verandering in de netto vermogenspositie van een land leidt tot ongewenste effecten. Het blijkt dat in sommige landen beleidsmakers zich op grond van betalingsbalanssaldi rijk rekenen ten aanzien van hun externe positie. Integratie van de in het buitenland behaalde vermogenswinsten en –verliezen zou nationale beleidsmakers een beter inzicht verschaffen 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 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 ook worden beïnvloed 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 eenvoudig worden uitgewerkt aan de hand van een aantal definitievergelijkingen. De indeling van de financiële rekening van de betalingsbalans (zie tabel 1 en 2) en die van de externe vermogensstatistieken sluiten immers al goed op elkaar aan. Beide zijn opgebouwd uit directe buitenlandse investeringen, buitenlandse beleggingen in effecten (aandelen en schuld papier) en overig financieel verkeer (vooral handelskrediet en bancaire stromen). Verder kennen beide statistieken een post officiële reserves. Voorts heeft de betalingsbalans 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 (gecorrigeerd voor het saldo op de vermogensoverdrachtenrekening) plus de niet op de betalingsbalans geregistreerde waardeveranderingen (formules (2) en (3)). 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 valutaschommelingen (te bepalen als restpost). Dit kan vervolgens worden herhaald voor alle onderdelen van het externe vermogen.

Verder is, als gevolg van het per definitie in evenwicht zijn van de betalingsbalans (dankzij de post statistische verschillen), het saldo op de lopende rekening per definitie gelijk (met tegengesteld teken) aan het saldo op de financiële rekening, plus het saldo in de officiële reserves, de vermogensoverdrachtenrekening en de statistische verschillen. Ook voor de aangepaste lopende betalingsbalans zal moeten gelden dat het gecorrigeerde saldo op de lopende rekening en de op grond van vermogensveranderingen aangepaste kapitaalstromen elkaar opheffen. Per definitie geldt, dat de verandering van het netto externe vermogen uit hoofde van niet-geregistreerde waardeveranderingen gelijk is 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:

$$NK = NKFDI + NKEQ + NKDEBT + NKO + NKRES \quad (4)$$

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 vervolgens uiteen wordt getrokken in vermogenswinsten op zowel de activa (A) als de passiva (L) ontstaat vergelijking (5):

$$NK = (KGFDIA - KGFDIL) + (KGEQA - KGEQL) + (KGDEBTA - KGDEBTL) + (KGOA - KGOL) + KRES \quad (5)$$

In woorden zegt deze vergelijking dat de netto vermogenswinsten op het netto externe vermogen voor een land in een zeker jaar ten eerste worden bepaald door de netto vermogenswinst op de bruto directe investeringen in het buitenland, verminderd met de netto vermogenswinsten die buitenlandse investeerders in het land weten te halen op de bruto binnenkomende directe investeringen (KGFDIA – KGFDIL). De termen ((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 vergelijking (5) hebben wij alle boekingsposten geïdentificeerd die nodig zijn voor de 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.

Twee voorbeelden uit de praktijk

In tabellen 1 en 2 staan de betalingsbalansen van de VS en Nederland voor de jaren 2003–2005. In deze tabellen 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 te corrigeren voor de data uit de vermogensstatistieken. Daarbij zijn de data inzake de VS (via ecowin) ontleend aan het IMF, terwijl de Nederlandse gegevens zijn betrokken van DNB. De hier gepresenteerde gegevens werpen een ander licht op de internationale posities van landen. De externe positie van de VS blijkt veel minder slecht dan men op grond van de gebruikelijke betalingsbalansdata zou verwachten. Het tekort in het lopende verkeer wordt goeddeels gecompenseerd door netto vermogenswinsten op de buitenlandse activa, ondanks het feit dat het land een netto passiefpositie heeft. Dit kan verregaand worden verklaard uit de uiteenlopende samenstelling van de externe activa en passiva van de VS (Boonstra, 2006a). De relatief sterke externe positie van de VS blijkt vormt wellicht een verklaring voor de relatieve kracht van de dollar, die minder snel deprecieert dan je op grond van de grote lopende tekorten zou verwachten. Ook voor Nederland betekenen de externe vermogenswinsten en –verliezen een forse correctie op de gebruikelijke betalingsbalansgegevens.

Conclusie

Enkele kanttekeningen zijn op hun plaats. In de aangepaste betalingsbalansindeling wordt de kwaliteit van de betalingsbalansstatistiek en de vermogensstatistiek als gelijkwaardig behandeld. In de praktijk is de kwaliteit van de internationale vermogensstatistieken tot nu toe nog minder dan gewenst. Toch komen deze data voor steeds meer landen beschikbaar en aan de verbetering van de kwaliteit ervan wordt gestaag gewerkt. Wel is het zo, dat de data inzake de externe vermogenspositie nog lang niet voor alle landen beschikbaar zijn en dat langere tijdreeksen vaak ontbreken. Tot slot zijn de vermogensdata, een enkele uitzondering daargelaten, slechts beschikbaar op jaarbasis en komen deze data slechts met grote vertraging beschikbaar. Verder is het evident dat de gebruikelijke betalingsbalansopstelling een beter beeld geeft van het spaar- en investeringsgedrag in en de concurrentiepositie van een land. Toch lijkt het een goed idee om daarnaast de hier voorgestelde opstelling waar mogelijk ook in de officiële statistische bulletins te laten opnemen. Want de integratie van de vermogensstatistieken in de betalingsbalansopstelling verschaft een duidelijk beter inzicht in de ontwikkeling van de financiële positie van landen dan de traditionele betalingsbalansopstelling.

tabel 2

Betalingsbalans na correctie vermogensmutaties – Verenigde Staten

	2003	2004	2005
Saldo lopende rekening (origineel)	-528	-665	-792
Netto vermogenswinst financiële rekening	627	465	676
Netto vermogenswinst reserves	26	9	13
Saldo lopende rekening (gecorrigeerd)	125	-192	-103
Saldo vermogensoverdrachten-rekening	-3	-2	-4
Financiële rekening (activa) Totaal	-1485	-1751	-1005
w.v. betalingsbalansstromen	-328	-870	-441
w.v. vermogensmutaties	-1157	-881	-565
Directe investeringen	-706	-559	-237
w.v. betalingsbalansstromen	-150	-244	-9
w.v. vermogensmutaties	-556	-315	-227
beleggingen in aandelen	-704	-481	-526
w.v. betalingsbalansstromen	-118	-85	-142
w.v. vermogensmutaties	-586	-397	-384
beleggingen in schuldpapier	-169	-119	6
w.v. betalingsbalansstromen	-29	-62	-38
w.v. vermogensmutaties	-140	-57	44
overig financieel verkeer	95	-593	-248
w.v. betalingsbalansstromen	-31	-480	-252
w.v. vermogensmutaties	126	-113	3
Financiële rekening (passiva) Totaal	1395	1866	1101
w.v. betalingsbalansstromen	865	1450	1212
w.v. vermogensmutaties	530	416	-111
Directe investeringen	433	249	94
w.v. betalingsbalansstromen	64	133	110
w.v. vermogensmutaties	369	116	-16
beleggingen in aandelen	504	284	179
w.v. betalingsbalansstromen	34	62	87
w.v. vermogensmutaties	470	222	93
beleggingen in schuldpapier	461	693	549
w.v. betalingsbalansstromen	486	704	822
w.v. vermogensmutaties	-25	-11	-273
overig financieel verkeer	-2	640	279
w.v. betalingsbalansstromen	281	551	194
w.v. vermogensmutaties	-283	89	85
Statistische verschillen	-8	85	10
Saldo betalingsbalans (excl. reserves)	25	6	-2
Mutatie goud en deviezen	-25	-6	2
w.v. betalingsbalansstromen	2	3	14
w.v. vermogensmutaties	-26	-9	-13

LITERATUUR

- Boonstra, W.W. (2006a) De Amerikaanse externe vermogenspositie. *ESB*, 91 (4478), 28–31.
- Boonstra, W.W. (2006b), De drijvende krachten achter de externe vermogenspositie, *Kwartalschrift Economie*, 3(2), 171–190. DNB, www.dnb.nl, data per oktober 2006
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, oktober 2006.
- Nieuwkerk, M.van (1988) Op zoek naar 100 miljard dollar. *ESB*, 73 (3648), 272–282.
- Visser, H. (2000) *A Guide to International Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.