



Nederlands verdwenen vermogen

Auteur(s):

Boonstra, W.W.

De auteur is hoofd kennisontwikkeling en onderzoek van Rabobank Nederland te Utrecht en docent geld- en bankwezen aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. w.w.boonstra@m.rabobank.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4419, pagina 535, 14 november 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

vermogen

Nederland is tussen 1986 en 2001 ongeveer € 270 miljard 'kwijtgeraakt' in het buitenland. Buitenlandse investeerders haalden meer rendement op hun investeringen in Nederland dan andersom.

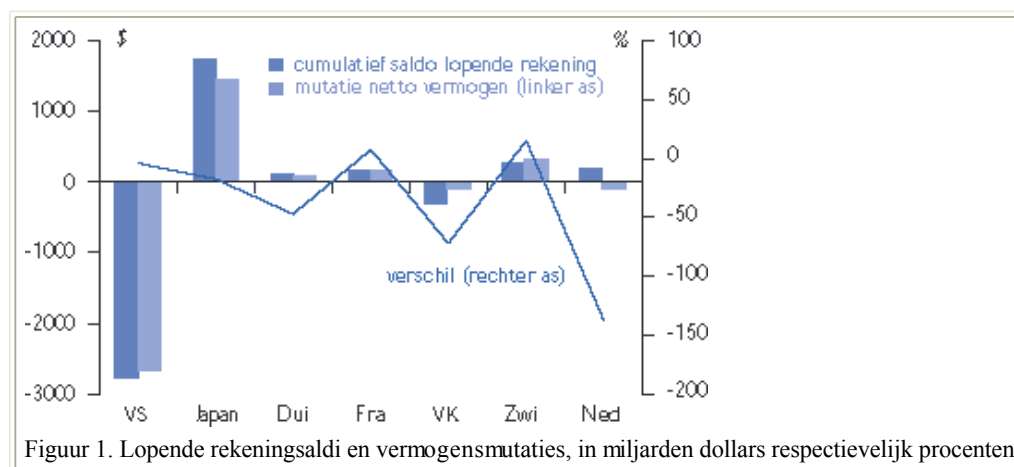
Nederland is een spaarzaam land. Jaarlijks produceert ons land meer dan het opmaakt aan consumptieve bestedingen, investeringen en overheidsuitgaven. Dit komt tot uiting in het nationaal spaaroverschot. Nederland bouwt dus jaarlijks vorderingen op het buitenland op. Een overschot in het lopende verkeer met het buitenland betekent immers een toevoeging aan het netto buitenlands vermogen van ons land. Toch blijkt dat ons land in de loop der tijd geen netto vermogen, maar juist een netto schuldpositie heeft opgebouwd. Hoe is dit mogelijk en wat zijn hiervan de consequenties?

Vermogenspositie

De internationale netto vermogenspositie van een land is het saldo van de bezittingen in het buitenland en de buitenlandse bezittingen in het land in kwestie. Het externe vermogen kan worden onderverdeeld in de directe buitenlandse investeringen en effecten, die op hun beurt zijn onderverdeeld in aandelen en schuldpapier. Daarnaast is er een grote post 'overig'. Daarin zit onder meer de buitenlandse positie van het bankwezen (inclusief de deviezenvoorraad van dnb) en de overheid verwerkt.

Lopende rekening

Er zijn op papier verschillende oorzaken die tot een verandering in de internationale netto vermogenspositie van een land leiden. De meest voor de hand liggende oorzaak heeft betrekking op de lopende rekening van de betalingsbalans. Bij een overschot op de lopende rekening nemen de netto vorderingen op het buitenland toe, terwijl deze bij een tekort afnemen. Voor de meeste landen vormt het cumulatieve lopende rekeningsaldo een goede benadering voor de ontwikkeling van de netto vermogenspositie. Zo is het cumulatieve tekort op de Amerikaanse lopende rekening sedert 1980 (circa \$ 2780 miljard) een goede verklaring voor de afname van het netto externe vermogen met ruim \$ 2670 miljard (zie [figuur 1](#)). Ook voor Japan, Frankrijk en Zwitserland en in mindere mate Duitsland en het VK kan het lopende rekeningsaldo de vermogensverandering in belangrijke mate verklaren. Nederland is een uitzondering op deze regel.



Figuur 1. Lopende rekeningsaldi en vermogensmutaties, in miljarden dollars respectievelijk procenten

Andere oorzaken

Nederland is een uitzondering, omdat de lopende rekening niet de enige - en voor ons land ook niet de belangrijkste - oorzaak van veranderingen in de externe vermogenspositie betekent. Deze vermogenspositie is immers het saldo van de grensoverschrijdende activa en passiva. 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, 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. Dit zou een deel van de negatieve ontwikkeling van het Nederlandse externe vermogen kunnen verklaren. Overigens vormt dit tevens een gedeeltelijke verklaring voor het feit dat de erosie van de externe vermogensposities van de vs en het vk - met als spiegelbeeld de toename van de netto actiefpositie van Japan en Duitsland - lager uitkwamen dan men op grond van cumulatieve lopende rekening saldi zou verwachten. Het Franse vermogen steeg mede dankzij het wisselkoerseffect juist sneller dan het cumulatieve overschot. Zwitserland is in zoverre een vreemde eend in de bijt dat het externe vermogen, ondanks een sterk geapprecieerde munt, sinds 1980 juist veel harder is gestegen dan het cumulatieve lopende rekeningoverschot. Nederland is van deze landen het enige land waar de vermogensmutatie en het cumulatieve lopende rekeningensaldo een tegengesteld teken hebben.

In de tweede plaats speelt het relatieve rendement op grensoverschrijdend effectenbezit een rol. Indien op de buitenlandse effecten een positief rendement (inclusief koerswinsten) wordt behaald, stijgt het buitenlandse vermogen. Als daarentegen buitenlandse beleggers een positief resultaat halen op hun vorderingen op een land, stijgen de verplichtingen aan het buitenland. Het saldo van deze twee bewegingen geeft het netto beleggingsresultaat van een land weer. Als rente en dividenden worden gerepatriëerd, slaan zij niet meer in de waarde van het buitenlandse bezit, maar komen zij tot uitdrukking in de inkomstenrekening van de betalingsbalans.

In geval van directe investeringen speelt daarnaast 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 afgeschreven. Ook afschrijvingen van bijvoorbeeld goodwill leiden tot een afname van de waarde van buitenlands bezit.

Nederlandse vermogenspositie

Dergelijke vermogenseffecten hebben een grotere invloed op een land naarmate de wederzijdse vorderingen groter zijn ten opzichte van het bbp. Voor kleine, open economieën zullen met name de vermogenseffecten een grote rol spelen. Voorbeelden van dergelijke landen zijn Nederland en Zwitserland, die in de loop der jaren forse internationale posities hebben opgebouwd. Voor grote landen met een meer gesloten economie zullen de vermogenseffecten ten opzichte van landen met een open economie minder zwaar doorwerken.

Open economie

Nederland is een open economie, wat zich onder meer uit in hoge invoer- en uitvoerquotes. De vervlechting van ons land met de rest van de wereld wordt voorts weerspiegeld in de wederzijdse vermogensverhoudingen. 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 negentig is opgetreden.

Het bruto vermogen van ons land bestond eind 2001 uit bezittingen in het buitenland ter waarde van circa € 1408 miljard. Hier stonden buitenlandse bezittingen in ons land ter waarde van € 1462 miljard tegenover. In beide gevallen gaat het om meer dan driehonderd procent van het bbp. Het verschil, circa € 55 miljard, is de netto schuldpositie van Nederland (zie [tabel 1](#))¹

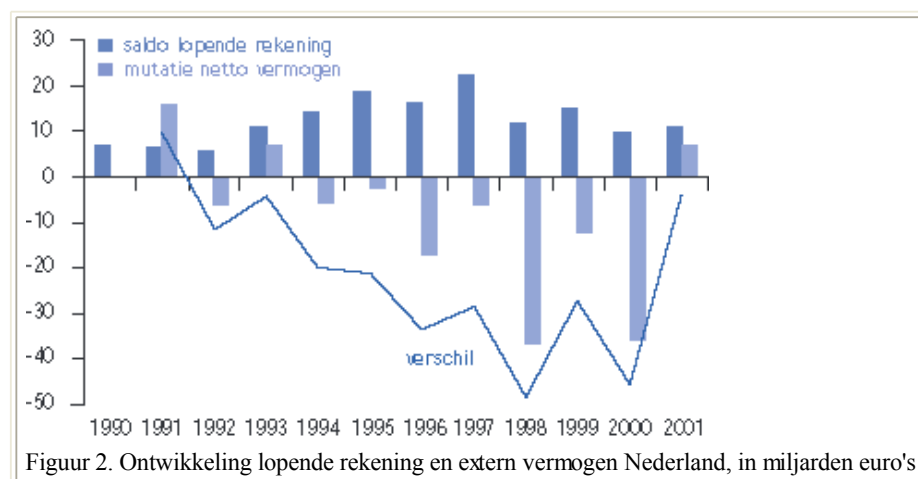
Tabel 1. De Nederlandse vermogenspositie, bedragen in miljarden euro's

	1986	1990	1993	1997	2001
bruto vorderingen op het buitenland	239	328	439	684	1408
waarvan:					
- directe investeringen	57	82	106	182	374
- aandelen	18	26	53	114	267
- schuld papier	19	24	41	108	284
- overig	145	196	239	280	483
bruto verplichtingen aan het buitenland	189	274	384	660	1462
waarvan:					
- directe investeringen	33	53	66	112	324
- aandelen	38	43	81	206	322
- schuld papier	19	36	64	86	294
- overig	99	142	173	256	522
netto extern vermogen Nederland	50	54	55	24	-55
waarvan:					
- directe investeringen	24	29	40	70	50
- aandelen	-19	-17	-29	-92	-56
- schuld papier	0	-12	-22	22	-10
- overig	46	54	66	24	-39

Bron: zie voetnoot 1.

De grote omvang van deze bezittingen in verhouding tot het bbp betekent dat relatief kleine wisselkoersbewegingen en andere waardeschommelingen ervoor zorgen dat mutaties - in absolute bedragen - groot zijn. De Nederlandse externe vermogenspositie is dus

relatief gevoelig voor vermogensschommelingen. Uit [figuur 2](#) blijkt dat de mutaties in het netto externe vermogen veelal duidelijk groter zijn dan het saldo op de lopende rekening en regelmatig een tegengesteld teken hebben.



Het verdampte overschot

Eind 1986 had ons land volgens opgave van dnb nog netto vorderingen op het buitenland ter waarde van in totaal € 50 miljard. Tussen 1986 en 2001 werd een fors overschot op de lopende rekening gerealiseerd voor een bedrag van rond de € 170 miljard. 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. Sterker nog, inmiddels is sprake van een netto schuldpositie. Zoals gezegd gaat het om een bedrag van bijna € 55 miljard. De netto schuldpositie wordt ook weerspiegeld in de inkomensrekening van de betalingsbalans. Deze rekening vertoont de afgelopen jaren een trendmatige verslechtering.

Uit [tabel 2](#) blijkt hoe de externe vermogenspositie van Nederland zich heeft ontwikkeld op de belangrijke terreinen van directe investeringen en effecten.² Het blijkt dat buitenlanders stelselmatig een hoger rendement halen op hun Nederlandse bezittingen dan Nederlandse bedrijven en beleggers in het buitenland weten te realiseren. Voor een deel is dit de keerzijde geweest van het sterke guldenbeleid. Het voorbeeld van Zwitserland leert echter dat dit niet de volledige verklaring is. De Zwitserse frank is sedert 1980 nog meer geapprecieerd dan de gulden. Ondanks deze appreciatie, die een negatief effect op de waarde van de Zwitserse buitenlandse activa heeft, zijn deze toch meer in waarde gestegen dan op grond van de betalingsbalansstromen kon worden verwacht. Voor ons land is daarentegen zelfs in de periode tussen 1998 en 2001 de vermogenspositie per saldo fors verslechterd, ondanks het feit dat de dollar in deze periode juist fors apprecieerde. Het wisselkoerseffect oefende dus een opwaarts effect op de waarde van ons externe vermogen uit. De opgetreden verslechtering wordt dan ook geheel veroorzaakt doordat Nederlandse beleggers en investeerders structureel lagere rendementen op hun buitenlandse bezit behaalden dan het rendement dat buitenlanders op hun Nederlandse portefeuille wisten te realiseren. Het resultaat is het volledig verdampen van het netto externe vermogen van ons land.

Tabel 2. Verandering in het Nederlandse externe vermogen en hun oorzaken, bedragen in miljarden euro's

	stand 1986a	mutaties betalingsbalansb	waarderings effectenc	stand 2001a
bruto vorderingen op het buitenland	239	945	224	1408
waarvan:				
- directe investeringen	57	363	-46	374
- effecten	37	390	124	551
bruto verplichtingen aan het buitenland	189	820	453	1462
waarvan:				
- directe investeringen	33	261	30	324
- effecten	56	334	227	617
netto extern vermogen Nederland	50	125	-229	-54
waarvan:				
- directe investeringen	24	102	-76	50
- effecten	-20	156	-102	-66

a. Het betreffen ultimo standen.

b. De cumulatieve netto mutatie betalingsbalans wijkt af van het cumulatieve saldo op de lopende rekening als gevolg van de cumulatieve statistische verschillen.

c. De waarderingsverschillen zijn inclusief de wisselkoerseffecten.

Bron: zie voetnoot 1.

Voor wat betreft de directe investeringen past overigens een kanttekening. De registratie van de waarde van buitenlandse bezittingen is vanuit statistisch oogpunt een moeilijke aangelegenheid. Sommige mutaties worden namelijk niet waargenomen. Ook loopt het waarderingsbeleid tussen ondernemingen sterk uiteen. Dit blijkt bijvoorbeeld ook uit de forse bijstellingen achteraf. Ook het feit dat de

netto statistische verschillen stelselmatig op een niet-geregistreerde uitstroom van middelen (opbouw buitenlands actief) wijzen, kan er op duiden dat de netto vermogenspositie beter is dan dnb in haar statistieken meldt. De gepresenteerde cijfers moeten dan ook met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd, al is het beeld op hoofdlijnen duidelijk genoeg.

Conclusie

Tussen 1986 en 2001 had Nederland jaarlijks een fors positief saldo op de lopende rekening, wat cumulatief een netto toevoeging aan de internationale vermogenspositie van ons land van circa € 170 miljard vormde. Dit bedrag is echter geheel verdampt door relatief slechte beleggingsresultaten, wisselkoersverliezen en mindere resultaten op de investeringen van het Nederlandse bedrijfsleven in het buitenland. Die hebben een veel groter effect op de waarde van het externe vermogen van ons land gehad. Dit heeft er toe geleid dat het buitenland per saldo eind 2001 netto vorderingen van bijna € 55 miljard op ons land had. Nederland is sinds 1986 per saldo € 270 miljard 'kwijtgeraakt' in het buitenland. Dit bedrag is groter dan de staatsschuld van € 233 miljard (eind 2002). Het gaat hier om relatieve prestaties: buitenlandse investeerders hebben het in ons land beter gedaan dan Nederlanders in het buitenland.

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 in ons nationale spaaroverschot, een stevig financieel fundament voor de toekomst heeft gelegd. De inkomsten op onze buitenlandse beleggingen zouden - net als in het geval van Japan - een steeds belangrijker bron van inkomsten moeten worden. Als op termijn de bevolking vergrijst en het economische draagvlak versmalt, zouden de netto buitenlandse inkomsten het bbp kunnen aanvullen. Uiteindelijk zal de macro-economische spaarquote zover dalen dat moet worden ingeteerd op de pensioenvermogens, waarbij de lopende rekening kan omslaan in een tekort, te financieren uit het repatriëren van de vermogens die in het buitenland zijn belegd. Het blijkt echter dat er geen netto buitenlands vermogen is waarop Nederland kan interen. Als het economisch draagvlak op langere termijn versmalt, zal de betalingsbalans veel eerder dan voorzien een knellende randvoorwaarde blijken te zijn. We zijn, kortom, minder rijk dan we denken.

Wim Boonstra

1 De in dit artikel gebruikte cijfers zijn ontleend aan DNB, tenzij anders vermeld. De belangrijkste bronnen zijn R.P. Sparling, Het externe vermogen van Nederland, *Themanummer Statistisch Bulletin*, DNB, Amsterdam, 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.

2 Een zeer gedetailleerde beschrijving over stromen, samenstelling en regionale spreiding kan worden gevonden in R.P. Sparling, op. cit., 2002. Voor een beknopte analyse van de directe investeringen en de aandelenportefeuille, zie W.W.Boonstra, Waar is het vermogen van Nederland gebleven?, *Themabericht 2003/21*, Rabobank Nederland, Utrecht, november 2003.