

Analyse

Internationale verwevenheid scherper in beeld

Melle Bijlsma, Daan Beijersbergen, Arjen Berkenbos, Eric
Klaaijsen, Melanie Koymans, Peter Minderhoud

24 juni 2024

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Internationale verwevenheid scherper in beeld

Bijgestelde cijfers over de economische relaties van
Nederland met het buitenland

Managementsamenvatting

De Nederlandse financiële sector en economie is sterk verweven met het buitenland. De betalingsbalans brengt deze internationale economische relaties in kaart. De afgelopen jaren zijn de bestaande betalingsbalansgegevens gereviseerd, waarbij nieuwe informatiebronnen zijn ingezet en ramingsmethoden zijn verbeterd. De resultaten van deze revisie zijn nu gepubliceerd.

De gereviseerde cijfers bevestigen een aantal bekende fenomenen. Nederland heeft relatief grote financiële vorderingen op en schulden aan het buitenland, en is een grote importeur en exporteur van goederen. Voor zowel financiële- als goederenstromen is Nederland daarbij een doorvoerland. Een deel van de binnenkomende stromen verlaat Nederland vervolgens weer naar een volgende bestemming.

Mede vanwege een structureel overschot op de lopende rekening heeft Nederland door de jaren heen een netto claim op het buitenland opgebouwd, oftewel een positief netto extern vermogen. Deze netto claim bestaat vooral uit directe investeringen in het buitenland. Voor wat betreft de portfolio investeringen (effecten) geldt juist dat Nederland via haar pensioenfondsen en andere institutionele beleggers weliswaar veel buitenlandse effecten bezit, maar dat omgekeerd een nog groter bedrag aan effecten van Nederlandse instellingen in buitenlandse handen is: we hebben daardoor netto een effectenschuld aan het buitenland.

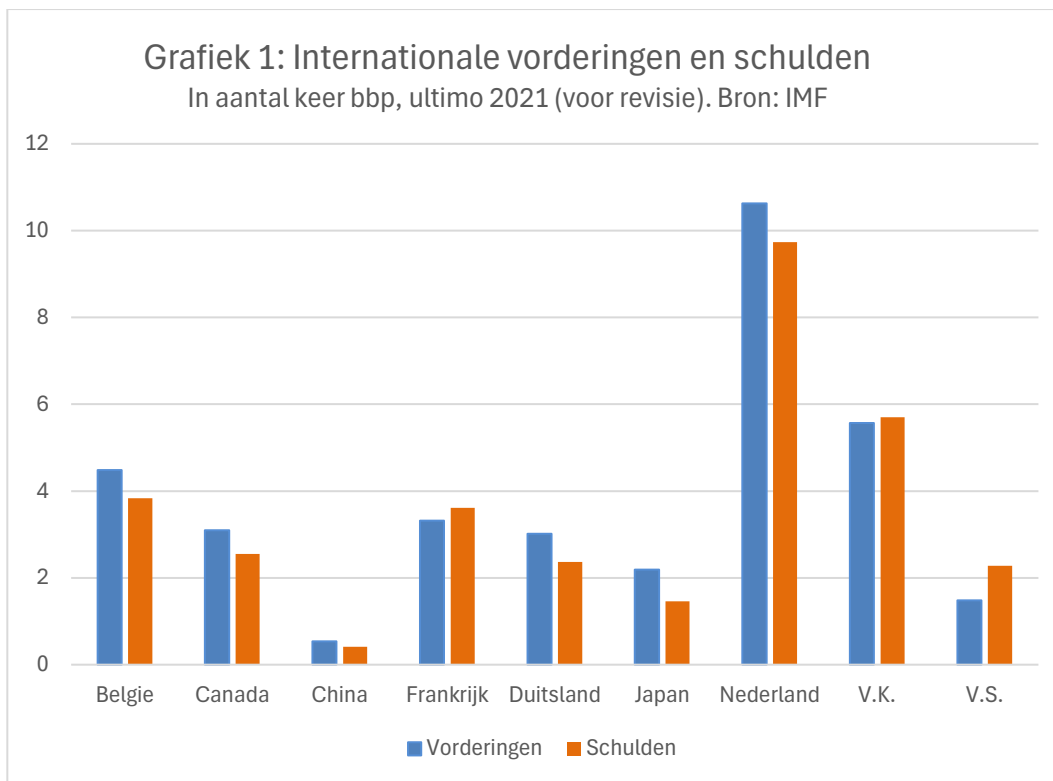
De revisie leidt op sommige gebieden ook tot nieuwe inzichten. Het gereviseerde cijfer voor het netto extern vermogen was in 2021 met 71% van het bruto binnenlands product (bbp) weliswaar nog steeds aanzienlijk, maar wel lager dan de 93% van het bbp die eerder werd gemeten. Dit komt vooral omdat Nederlandse bedrijven en financiële holdings meer schulden in het buitenland hebben dan eerder geraamd. Het driejaarlijks gemiddelde overschot voor de lopende rekeningen in de jaren 2021-2023 wordt neerwaarts bijgesteld van 10,5% naar 8,9% van het bbp, voornamelijk door bijstellingen op de goederenhandel. De omvang van de sector doorstroomvennootschappen (Special Purpose Entities en financiële holdings) blijkt 5% groter dan eerder geraamd, maar neemt de laatste jaren wel sterker in omvang af dan eerder gedacht.

Inhoud

Inleiding	5
De context	7
De betalingsbalansstatistiek door de tijd	7
Groot onderhoud aan de betalingsbalans	8
Verbeterde bronnen	10
Verbeterde methoden	10
De cijfers	12
Nederlands netto extern vermogen lager dan eerder gemeten	12
Overschot op de lopende rekening lager dan gedacht	17
Doorstroom sector blijkt groter, maar ook steviger te krimpen dan eerder geraamd	20
Overige financiële intermediairs dalend in omvang en bovendien minder groot dan eerder aangenomen	21
Referenties	24

Inleiding

Nederland heeft een internationaal georiënteerde financiële sector en economie met grote financiële posities, goederen- en dienstenstromen. De financiële verwevenheid van Nederland met het buitenland komt tot uiting in de relatief grote Nederlandse internationale bezittingen en schulden (zie grafiek 1). Internationale directe investeringen vormen hiervan een belangrijk onderdeel: Nederland was in 2022 na de Verenigde Staten de grootste ontvanger en verzender hiervan wereldwijd. De verwevenheid van Nederland met de wereldhandel is zichtbaar in haar positie als zesde exporteur en achtste importeur van goederen ter wereld (CBS, 2023). Nederland heeft hierbij een belangrijke rol als doorvoerland: een aanzienlijk deel van het kapitaal en de goederen die Nederland binnenkomen, verlaten Nederland vervolgens weer naar een volgende bestemming.



De betalingsbalans beschrijft de grensoverschrijdende economische relaties van Nederland met het buitenland door de tijd. Dit biedt beleidsmakers, onderzoekers en het algemeen publiek daarmee een uitgebreide feitelijke basis om analyses en beleidskeuzes op te baseren. De betalingsbalans bestaat enerzijds uit een beschrijving van stromen, in de vorm van economische transacties tussen Nederland en het buitenland in een gegeven periode. Anderzijds biedt de betalingsbalans ook een beschrijving van standen, in de vorm van de internationale investeringspositie die de internationale vorderingen en schulden van Nederland op een gegeven moment beschrijft.

In deze analyse publiceert DNB verbeterde betalingsbalansgegevens die een scherper beeld geven van de economische relaties van Nederland met het buitenland. Deze gegevens zijn tot stand gekomen in een onderhoudsprogramma voor de Nederlandse macro-economische statistiek (de zgn. "benchmarkrevisie"). Dergelijk groot onderhoud wordt door DNB en het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) in lijn met Europees beleid elke vijf jaar uitgevoerd om nieuw beschikbare databronnen op te nemen en methoden aan te scherpen. De nieuwe gegevens bieden gebruikers nieuwe inzichten en een langere tijdreeks van consistente betalingsbalansgegevens.

Deze publicatie licht de herziene betalingsbalansgegevens toe, en gaat daarbij eerst in op de context en vervolgens op de cijfers. In het eerste hoofdstuk beschrijven we kort de ontwikkeling van de betalingsbalansstatistiek, en het onderhoudsprogramma en de daarin gebruikte verbeterde bronnen en methoden. In het tweede hoofdstuk beschrijven we de cijfermatige uitkomsten van de revisie. Daarbij bespreken we eerst de revisie van twee kerncijfers van de betalingsbalans, namelijk het netto extern vermogen en de lopende rekening van Nederland. Vervolgens bespreken we de ontwikkelingen in twee delen van de Nederlandse financiële sector meer in detail. Allereerst de doorstroomvennootschappen, vanwege de relatief grote omvang hiervan in Nederland, en vervolgens de sectoren overige financiële intermediairs en financiële hulpbedrijven vanwege de verbeterde waarneming voor deze sectoren die bij deze revisie voor het eerst is ingezet.

De context

De betalingsbalansstatistiek door de tijd

De internationale oriëntatie van de Nederlandse economie gaat eeuwen terug, tot ver voor het ontstaan van de betalingsbalansstatistiek. Nederland was in de 17^e eeuw beeldbepalend in het internationaal economisch verkeer, mede vanwege de aanwezigheid van een sterke infrastructuur voor zowel financiële diensten als de goederenhandel. Schattingen op basis van historische bronnen maken aannemelijk dat Nederland in die periode een aanzienlijk netto extern vermogen opbouwde, dat ook na de afname van het economisch belang van Nederland nog lang bleef bestaan (van Nieuwkerk, 2005).

De internationaal geharmoniseerde betalingsbalansstatistiek ontstond als reactie op de beurskrach van 1929 en de daaropvolgende grote depressie. Deze crises lieten duidelijk het belang zien van een goed inzicht in internationale financiële stromen en kwetsbaarheden. Het werk om te komen tot één internationaal consistent statistiekraamwerk gebeurde in eerste instantie door de Volkerenbond en werd kort na de Tweede Wereldoorlog overgedragen aan het nieuw opgerichte Internationaal Monetair Fonds (IMF) (Badger, 1951). In 1948 bracht het IMF de eerste editie van haar *Balance of Payments Manual* uit en kort daarna startte DNB met de reguliere publicatie van de Nederlandse betalingsbalansgegevens. Overigens publiceerde in Nederland het CBS al in 1929 een nationale voorloper van de betalingsbalansstatistiek (Akkermans, 1999).

Het zwaartepunt van de betalingsbalans lag in de eerste decennia bij het goed waarnemen van transacties op de lopende rekening. In de periode na de Tweede Wereldoorlog waren internationale financiële schulden en vorderingen relatief beperkt. Hierdoor lag de nadruk in de waarneming bij transacties op de lopende rekening, zoals bijvoorbeeld de export en import van goederen en diensten. Deze transacties werden financieel afgewikkeld via de financiële rekening, die daarbij soms als sluitstuk werd beschouwd (Stern, 1973). Een overschot op de lopende rekening leverde hierbij op den duur een netto claim op het buitenland op, oftewel een positief extern vermogen. Een structureel tekort op de lopende rekening leidde tot een netto schuld, oftewel een negatief extern vermogen.

In de afgelopen decennia heeft de waarneming van financiële transacties en balansen aan belang gewonnen. Sinds de jaren '70 zijn internationale financiële verwevenheden sterk gegroeid (Lane en Milesi-Ferretti, 2006). De dynamiek in de financiële rekening is hierdoor toegenomen en de relatie tussen overschotten (tekorten) op de lopende rekening en een netto positief (negatief) extern vermogen is sindsdien minder eenduidig. Waardeveranderingen op bestaande vorderingen en schulden kunnen bijvoorbeeld een sterkere invloed hebben op de ontwikkeling van het extern vermogen (Boonstra, 2008). Voor veel statistici was dit aanleiding om de waarnemings- en compilatiemethoden aan te passen; zo schakelde DNB in 2003 over naar een directe waarneming van transacties, vorderingen en schulden van Nederlandse ingezetenen.

Voor beleidsmakers geeft de betalingsbalans belangrijke informatie over internationale financiële ontwikkelingen en risico's. De betalingsbalans van het Eurogebied, waar de Nederlandse betalingsbalans relatief sterk in doorwerkt, geeft de Europese Centrale Bank (ECB) informatie over de transmissie van haar beleid en de kwetsbaarheid van het Eurogebied voor externe schokken (Lane, 2024). Ook draagt de betalingsbalans bij aan het duiden van de economische ontwikkelingen en bij het bepalen van het monetaire beleid (Emter et al., 2023). De Europese Commissie baseert zich op de nationale betalingsbalans voor diverse risico-indicatoren ten behoeve van de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (Europese Commissie, 2011). De cijfers uit de betalingsbalans worden daarnaast voor specifieke beleidsdoelen ingezet; zo rapporteert het Ministerie van

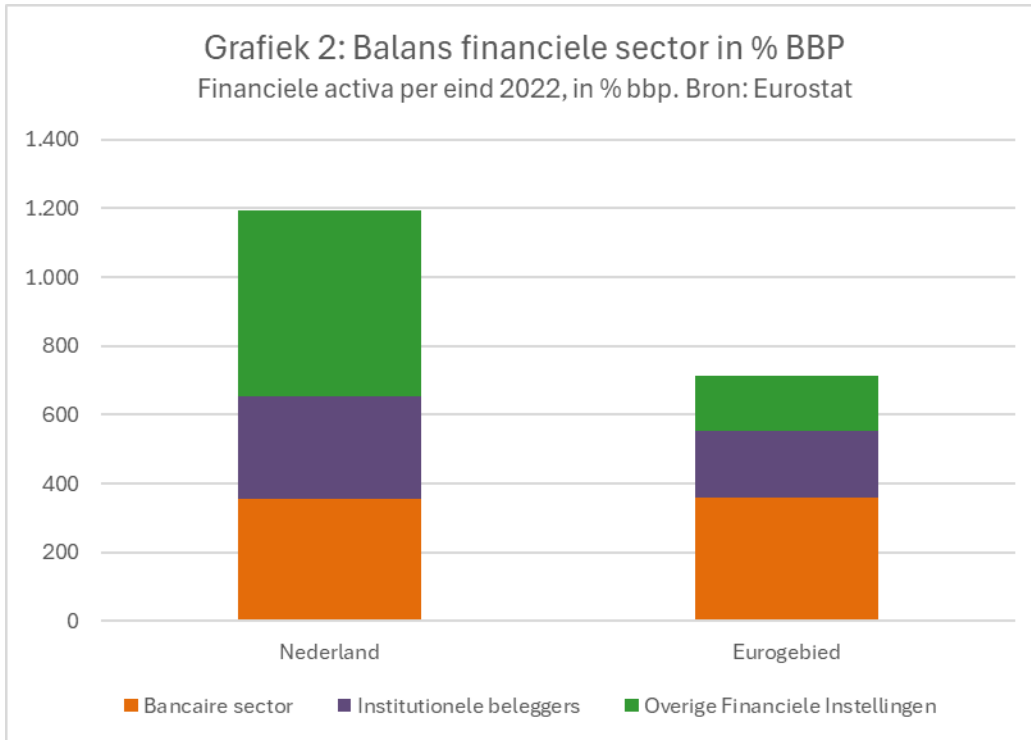
Financiën op basis van betalingsbalansgegevens jaarlijks over de effecten van de aanpak van belastingontwijking aan de Tweede Kamer (Ministerie van Financiën, 2023). De betalingsbalans wordt daarnaast voor verschillende onderzoeksdoelen gebruikt, bijvoorbeeld voor de analyse van internationale economische kwetsbaarheden (Lane en Milesi-Ferretti, 2012).

De betalingsbalansstatistiek ontwikkelt zich ondertussen verder: om de relevantie voor gebruikers te verbeteren is een nieuwe versie in voorbereiding. Aangezien de structuur van de internationale economie verandert, verandert de betalingsbalans ook doorlopend mee. De huidige standaardmethode voor het opstellen van de statistiek staat beschreven in de zesde editie van de Balance of Payments manual van het IMF, die dateert uit 2009. Inmiddels hebben gebruikers gevraagd om diverse verbeteringen om wereldwijde kapitaalstromen, de impact van digitalisering, en duurzaamheid beter binnen de betalingsbalans te kunnen meten. Deze verbeteringen worden doorgevoerd in de nieuwe zevende editie van de Balance of Payments manual van het IMF, die naar verwachting in 2025 verschijnt en in de jaren daarna wereldwijd wordt ingevoerd. Deze invoering is in Nederland en andere Europese lidstaten voorzien per 2029. Gelijktijdig wordt ook het wereldwijde handboek voor de nationale rekeningen, het System of National Accounts, gereviseerd om consistentie tussen de beide raamwerken te bevorderen.

Groot onderhoud aan de betalingsbalans

Het opstellen van macro-economische statistiek zoals de betalingsbalans is door meet-, methode- en integratieproblemen inherent complex. Economische relaties met het buitenland zijn veelzijdig en komen voort uit verschillende fenomenen, waarvan de één beter meetbaar is dan de ander. Goederen die worden aangegeven bij de douane zijn eenvoudiger meetbaar dan illegale handel, en financiële transacties door vergunninghoudende financiële instellingen laten zich makkelijker meten dan die door de honderdduizenden bedrijven en financiële holdings in Nederland. Daarnaast spelen er bij de compilatie van de betalingsbalans altijd methodeproblemen die bijvoorbeeld voortkomen uit verschillen in waardering van schulden en bezittingen (boekwaarde of marktwaarde), en integratieproblemen wanneer twee waarnemingen een verschillend beeld geven over hetzelfde fenomeen.

Het opstellen van de Nederlandse betalingsbalans is daarbij gezien de grote internationale verwevenheid op onderdelen extra lastig. De grote financiële posities kunnen bij (relatief) beperkte bijstellingen op de bruto cijfers al snel leiden tot grotere bijstellingen op het netto niveau. Daarnaast zijn er meetproblemen verbonden aan de grote en diverse financiële sector. Ten opzichte van andere EU-landen zijn met name de sector pensioenfondsen en Overige Financiële Instellingen (OFI) bijzonder groot (zie grafiek 2). Deze OFIs betreffen voor een groot deel financiële holdings en zgn. *Special Purpose Entities*, die aanzienlijke meetproblemen met zich meebrengen vanwege het grote en volatiele karakter van de sector en het gebrek aan een sluitend register van relevante instellingen. Daarnaast is het adequaat waarnemen van de grote Nederlandse goederen- en dienstenhandel volgens de betalingsbalans geldende methoden een aanzienlijke taak.



In Nederland stellen DNB en het CBS de macro-economische statistiek sinds enige tijd gezamenlijk en op geïntegreerde wijze op. DNB is binnen deze vergaande samenwerking verantwoordelijk voor de waarneming van de financiële sector en het CBS voor de overige sectoren van de Nederlandse economie en de goederen- en dienstenhandel. Uit deze en andere bronnen stellen DNB en CBS vervolgens gezamenlijk op een consistente manier de nationale rekeningen en betalingsbalans samen, waarbij beide instellingen verantwoordelijkheid houden voor hun eigen eindproducten. DNB en CBS wisselen binnen de bestaande juridische kaders de hiervoor benodigde vertrouwelijke statistische data uit. Deze methode bundelt de capaciteiten van DNB en CBS bij het verbeteren van de Nederlandse macro-economische statistiek. Daarnaast dwingt het de door gebruikers veelgevraagde consistentie tussen de raamwerken af, die in veel andere landen nog ontbreekt (ECB en Eurostat, 2023).

In lijn met Europees beleid wordt de Nederlandse macro-economische statistiek elke vijf jaar onderworpen aan groot onderhoud. De 'benchmarkrevisie' is er op gericht om grotere en complexere verbeteringen door te voeren, die moeten worden ingepast in de tijdreeksen voor één of meerdere statistiekstelsels. Het gaat dan veelal om methodologische aanpassingen of informatie uit nieuwe bronnen en ramingsmethoden. In Europa zijn de uitgangspunten voor revisiebeleid van de macro-economische statistiek vastgelegd in de Harmonised European Revision Policy (CMFB, 2017).

Deze revisie van de macro-economische statistiek is door CBS en DNB gezamenlijk uitgevoerd, waarbij het jaar 2021 als basis is gebruikt. De betalingsbalans, nationale rekeningen en statistieken over overheidsfinanciën zijn in onderlinge samenhang gereviseerd. Daarbij zijn eerst de gegevens voor het 'basisjaar' 2021 herijkt met behulp van de nieuwe bronnen en methoden. Het CBS heeft op 23 mei haar revisierapport

gepubliceerd met de uitkomsten van deze herijking voor de nationale rekeningen en statistieken over overheidsfinanciën (CBS, 2024). De uitkomsten van deze herijking zijn vervolgens gebruikt om de tijdreeks van de statistieken aan te passen, die vandaag door beide instellingen gelijktijdig worden gepubliceerd.

Verbeterde bronnen

Bij deze revisie zijn nieuwe en verbeterde informatiebronnen ingezet om de relaties van Nederlandse instellingen met het buitenland te beschrijven. Zo is voor het eerst alle informatie verwerkt uit de nieuwe rapportage onder zgn. overige financiële intermediairs en financiële hulpbedrijven, die DNB vanaf 2020 uitvoert om beter zicht te krijgen op deze onderdelen van het financiële stelsel. Ook is de informatie uit de nieuwe Macro-Economische Statistiek Rapportage (MESRAP) ingezet, die relevantere informatie onder financiële instellingen uitvraagt dan haar voorganger. Nederlandse bedrijven kunnen ten slotte beter in kaart worden gebracht dan voorheen dankzij de vernieuwde Statistiek Financiën van ondernemingen, een gezamenlijke uitvraag van het CBS en DNB.

Ook zijn betere bronnen ingezet voor het meten van de uitgifte en het bezit van effecten, zoals bijvoorbeeld aandelen en obligaties. De afgelopen jaren is in Europees Stelsel van Centrale Banken-verband (ESCB) gewerkt aan de steeds verdere verbetering van de *Centralised Securities Database* (CSDB), die per uitgegeven effect informatie biedt over bijvoorbeeld het land van uitgifte en de uitstaande marktwaarde. Deze gegevens zijn in de benchmarkrevisie gecombineerd met de informatie uit de in 2020 door DNB geïntroduceerde Maandeffectenrapportage (MER), die een verbeterd inzicht geeft in door Nederlandse instellingen aangehouden effecten.

Daarnaast wordt in de betalingsbalans in toenemende mate 'spiegeldata' vanuit andere landen ingezet. Spiegeldata is door andere landen opgestelde informatie over de economische relaties met Nederland, die spiegelbeeldig en theoretisch gelijk zijn aan de Nederlandse cijfers over relaties met het land in kwestie. In de praktijk verschillen de cijfers vaak door het toepassen van andere bronnen en methoden. Het inzetten van deze additionele informatie uit het buitenland kan leiden tot kwaliteitsverbetering. Zo zijn in deze revisie gegevens over door Nederlanders in andere landen aangehouden banktegoeden uit de Locational Banking Statistics van de BIS ingezet. Binnen het ESCB wordt in toenemende mate spiegeldata over internationale directe investeringen onderling vergeleken, waardoor in beide landen informatie over bijvoorbeeld 'major events' zoals grensoverschrijdende fusies en overnames op een consistente manier in de cijfers kan worden verwerkt.

Verbeterde methoden

Het verloop van het extern vermogen door de tijd is in deze revisie opgesteld via een verbeterde technische methode. In de nieuw geïmplementeerde methode worden de balansen aan het einde van een periode opgebouwd uit de beginbalans en de mutaties tijdens deze periode. Niveauverschillen in balansen, bijvoorbeeld door het beschikbaar komen van nieuwe bronnen, worden opgespaard tot een revisiemoment wanneer ze beter structureel in de cijfers kunnen worden verwerkt. Het voordeel van deze methode is dat groeivoeten en mutaties zuiverder te interpreteren zijn. In de oude technische methode werden niveauverschillen in detailposten van de betalingsbalans opgenomen in de vorm van moeilijker te economisch te duiden sluitposten, zgn. *overige volume mutaties*. Deze posten worden in de nieuwe methodiek alleen ingezet als informatie over het verleden ontbreekt.

De consistente tijdreeks voor de betalingsbalans is verlengd: het beginpunt is vanuit 2015

teruggelegd tot 2008. Deze tijdreeks is over de gehele lengte consistent gemaakt met de informatie uit de nationale rekeningen en het beschikbare bronmateriaal. Zoals gebruikelijk zijn daarbij ramingen toegepast voor informatie waarvoor het historisch bronmateriaal niet voorhanden was of naar de huidige standaarden van de betalingsbalans niet voldeed.

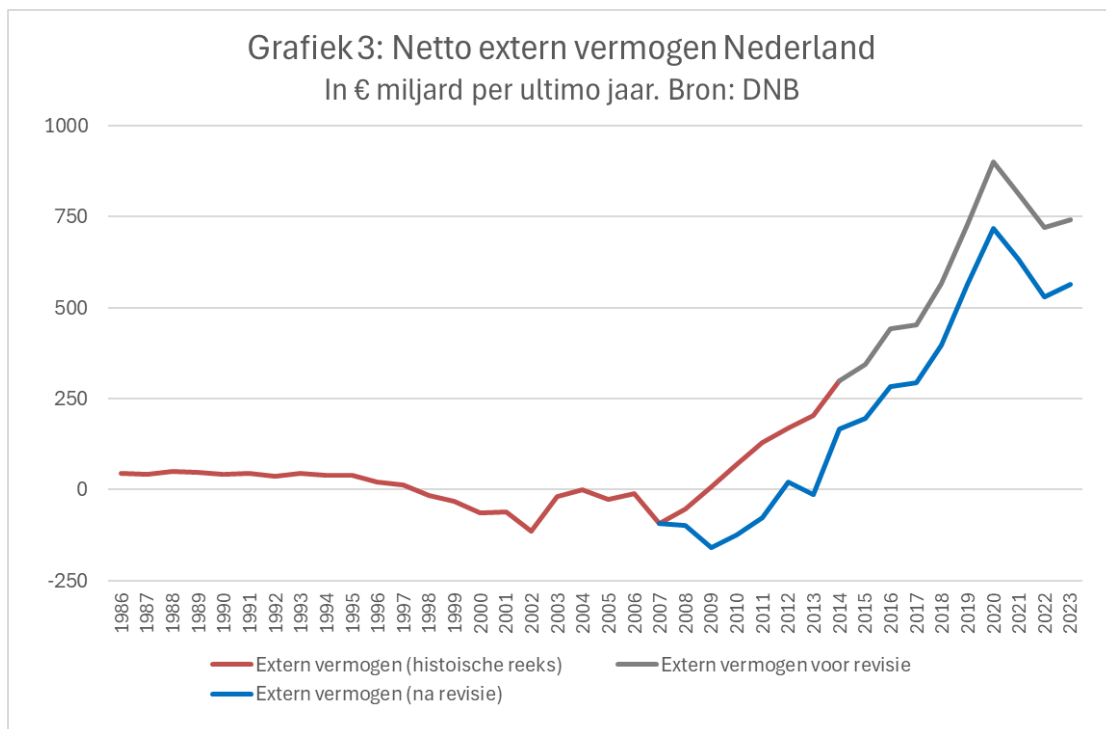
De ramingswijze van de betalingsbalansgegevens over het Nederlandse bedrijfsleven is voor deze

revisie herzien. Voorheen werd met name de primaire broninformatie uit rapportages onder grotere ondernemingen gebruikt voor de geografische raming van internationale economische relaties. Bij deze revisie is de ramingsmethode aangepast om ook secundair bronmateriaal te gebruiken. Zo is informatie over buitenlandse eigenaren toegevoegd voor kleinere ondernemingen. In combinatie met verbeteringen aan de primaire broninformatie is dit een verbetering van de dekking van de waarneming en de kwaliteit van de cijfers, en het verkleint zo de onzekerheidsmarge in de uitkomsten.

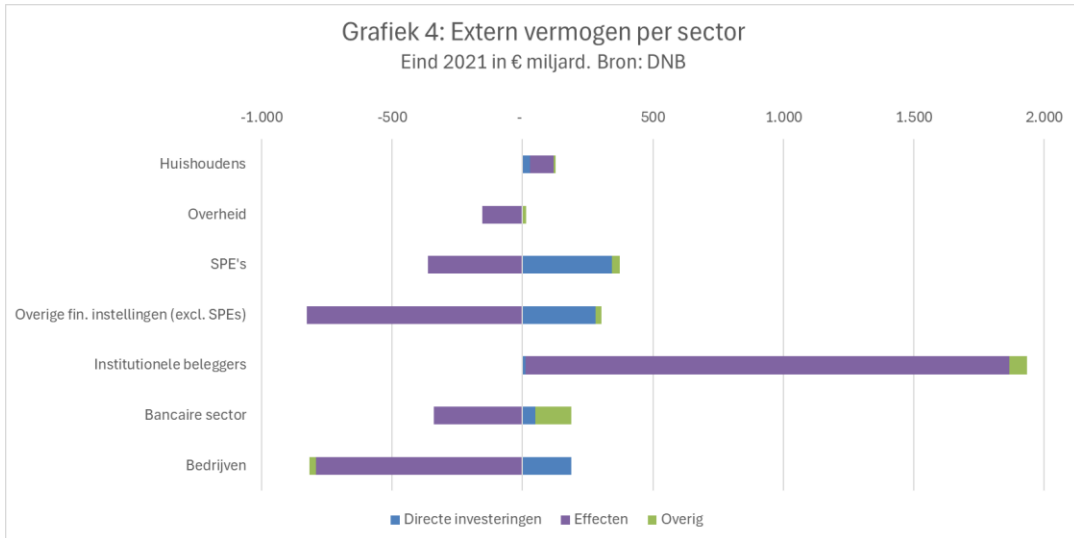
De cijfers

Nederlands netto extern vermogen lager dan eerder gemeten

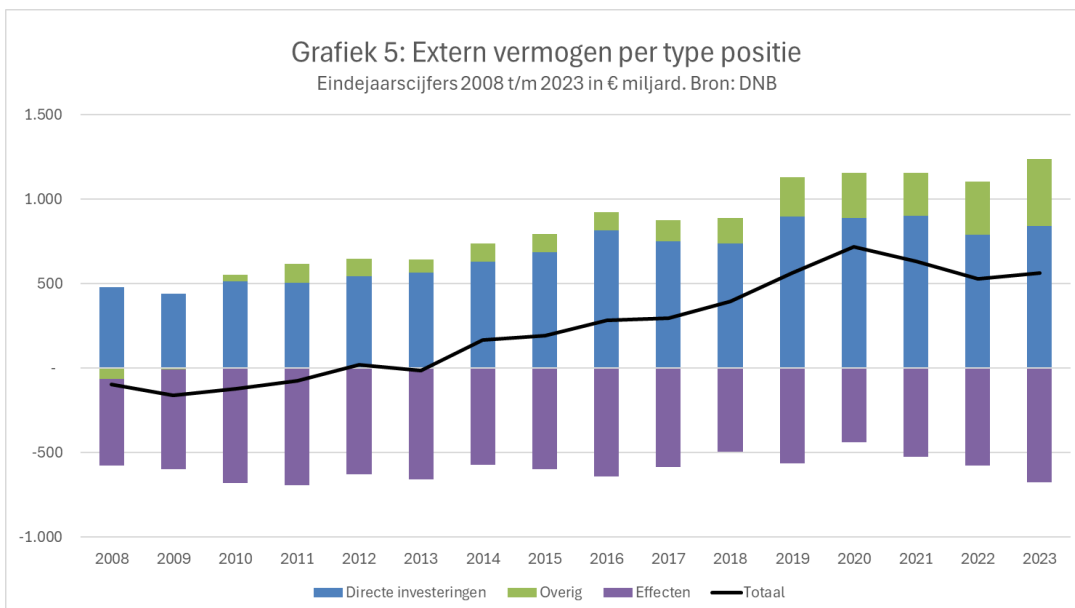
Nederland heeft door de jaren heen een positieve netto externe vermogenspositie op het buitenland opgebouwd (zie grafiek 3). Deze positie is te lezen als het saldo van alle claims van Nederland op het buitenland enerzijds, en claims van het buitenland op Nederland anderzijds. De netto externe vermogenspositie wordt ook wel de netto internationale investeringspositie genoemd. De groei ervan door de tijd hangt samen met het structurele overschot op de Nederlandse lopende rekening. In de praktijk spelen andere factoren, zoals waardeveranderingen op de omvangrijke vorderingen en schulden van Nederland, ook een belangrijke rol die de afgelopen jaren steeds verder is toegenomen. De cumulatieve bijdrage vanaf 2009 aan het netto extern vermogen bedroeg in 2015 voor de transacties nog 70% tegen 30% voor de prijs- en wisselkoersmutaties, maar was in 2020 al verschoven naar respectievelijk 60% tegenover 40%.



Binnen de Nederlandse economie hebben vooral institutionele beleggers een grote netto claim op het buitenland, in de vorm van effectenbezit (grafiek 4). Institutionele beleggers - pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen - beheren vermogen dat direct of indirect grotendeels toekomt aan Nederlandse huishoudens. Voor een belangrijk deel beleggen ze dit in buitenlandse effecten zoals aandelen en obligaties, waardoor een aanzienlijke claim op het buitenland ontstaat.



Nederland als geheel heeft echter een netto effectenschuld, vanwege de uitgifte van effecten door andere economische sectoren (zie grafiek 5). Nederlandse (niet-financiële) bedrijven, Special Purpose Entities (SPE's) en andere financiële holdings en kredietverstrekkers binnen concernverband evenals overige sectoren van de Nederlandse economie geven effecten uit om hun activiteiten in Nederland en in het buitenland te financieren. Wanneer in Nederland uitgegeven effecten in buitenlandse handen zijn, dan vormt dit een claim van het buitenland op Nederland die het netto extern vermogen verlaagt. Bijvoorbeeld doordat buitenlandse beleggers aandelen bezitten van een Nederlands beursgenoteerd bedrijf, of doordat in Nederland uitgegeven obligaties gekocht zijn door buitenlandse financiers.



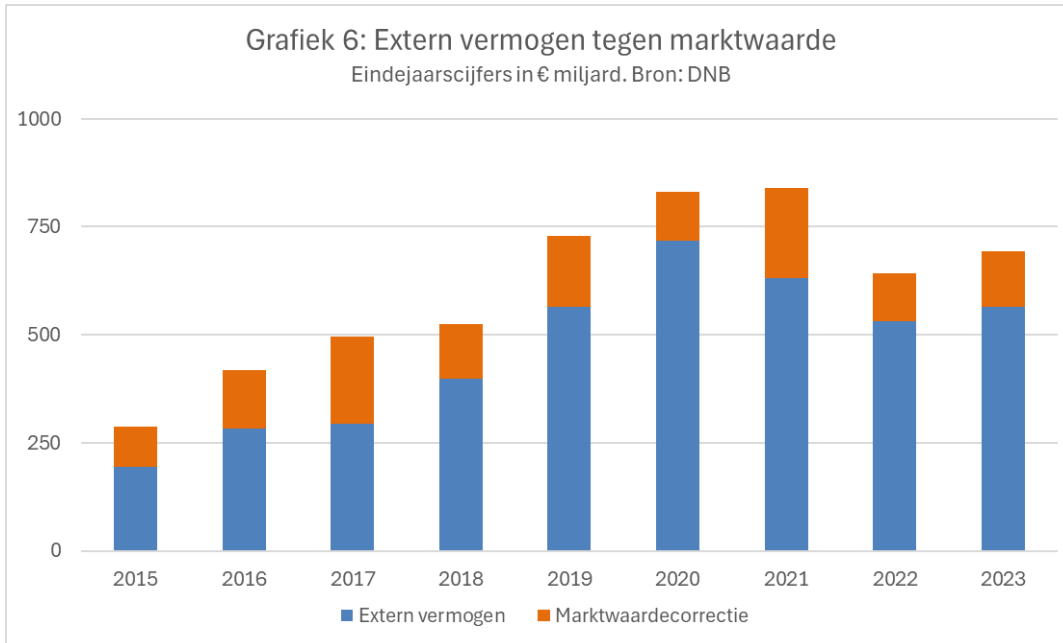
Het Nederlands netto extern vermogen bestaat grotendeels uit een netto bezit van directe investeringen in het buitenland, deels gefinancierd via effecten. Buitenlandse directe investeringen zijn investeringen met als doel een duurzaam belang te verwerven in de onderneming waarin wordt geïnvesteerd. Concreet betekent dit dat de investeerder minstens 10 procent van het stemrecht en/of eigendom van de

onderneming moet hebben. Met name Nederlandse bedrijven en financiële holdings hebben via directe investeringen grote schulden met én vorderingen op het buitenland, die samen resulteren in een netto bezit. Het gaat dan bijvoorbeeld om belangen in buitenlandse dochterondernemingen.

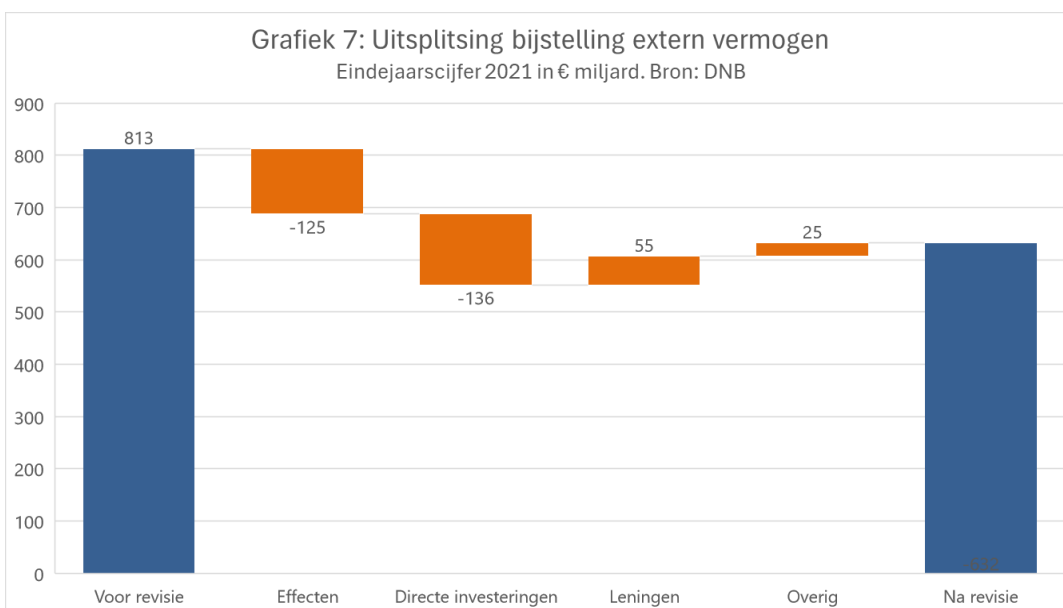
De combinatie van een schuld in effecten en bezit in directe investeringen wordt mede gedreven door beursgenoteerde multinationale bedrijven. De beurswaarde van Nederlandse multinationals reflecteert de waarde van hun Nederlandse én buitenlandse bezittingen. Voor zover aandeelhouders zich buiten Nederland bevinden komt de beurswaarde daarbij tot uiting in een effectenschuld aan het buitenland. De buitenlandse bezittingen komen tot uiting in een bezit van buitenlandse directe investeringen. Dit effect speelt nog sterker voor buitenlandse multinationals met een holdingstructuur en beursnotering in Nederland, die hun concernactiviteiten grotendeels buiten Nederland ontplooiën. In deze gevallen is zowel de schuld als het bezit van de holding voor een groot deel internationaal. De afgelopen jaren hebben steeds meer van dergelijke 'topholdings' Nederland als vestigingsplaats gekozen (van Loon, 2023).

De meest directe samenhang tussen effectenschuld en bezit van directe investeringen gaat op bij Special Purpose Entities (SPE's). SPE's zijn veelal holdingmaatschappijen met weinig reëel-economische activiteiten binnen de concernstructuur van buitenlandse multinationals. De balans van deze bedrijven bestaat vooral uit vorderingen en verplichtingen met het buitenland. Deze entiteiten worden soms ook brievenbusmaatschappijen genoemd en werden in het verleden aangeduid als Bijzondere Financiële Instellingen (BFI's). Wanneer deze instellingen in Nederland effecten uitgeven, dan doen zij dat meestal als financieringsvehikel voor activiteiten van multinationals in het buitenland. De opgehaalde financiering stroomt in deze gevallen veelal direct door naar de buitenlandse moedermaatschappij. Door de hieruit resulterende vordering op het buitenland hebben deze entiteiten nauwelijks effect op het netto extern vermogen.

De samenstelling van het Nederlands netto extern vermogen kan leiden tot conservatieve schattingen voor de omvang ervan. Dit hangt samen met de verschillende manieren waarop effecten en directe investeringen veelal gewaardeerd worden. Waardestijgingen in beurskoersen worden door multinationals niet altijd direct in de waardering van hun buitenlandse directe investeringen verwerkt, waardoor de waardering van Nederlandse (effecten)schulden dan sneller kan stijgen dan de waardering van het Nederlandse bezit in directe investeringen. Dit leidt vervolgens tot een daling van het waargenomen netto extern vermogen. Voor SPE's corrigeert DNB in de betalingsbalans standaard voor deze verschillen gezien hun volledige oriëntatie op het buitenland. Voor andere instellingen, die ook binnenlandse activiteiten ontplooiën, is het maken van een dergelijke correctie minder eenvoudig. Een alternatieve DNB-raming van het extern vermogen tegen marktwaarde, waarin grofweg voor dit effect gecorrigeerd wordt, valt structureel hoger uit dan het officieel gepubliceerde netto extern vermogen (zie grafiek 6).



Het netto extern vermogen is substantieel neerwaarts gereviseerd. In het revisie-basisjaar 2021 bedroeg de bijstelling € 181 mld. In dit jaar is het extern vermogen bijgesteld van € 813 mld naar € 632 mld, oftewel van 93% naar 71% van het bbp. In de omliggende jaren is de reeks op vergelijkbare wijze bijgesteld. Deze bijstelling volgt uit de nieuw ingezette informatie die uitgebreider is beschreven in de paragrafen 'verbeterde bronnen' en 'verbeterde methoden'. Hieronder lichten we de verschillende oorzaken van de neerwaartse bijstelling nader toe.



Ten eerste leidt verbeterde informatie over de uitgifte en het binnen- en buitenlands bezit van effecten tot een neerwaartse bijstelling van € 125 mld. Bij deze revisie is de informatie over in Nederland uitgegeven effecten voor het eerst vrijwel geheel ontleend aan de CSDB-database. Vervolgens is de nieuwe MER-

rapportage ingezet om het binnenlands bezit van deze effecten te bepalen. Het totaal uitgegeven volume aan effecten minus het binnenlands bezit resulteert in het buitenlands bezit, een aanpak die ook wel bekend staat als de *residual approach*. Hierbij is het bezit van Nederlandse huishoudens dat in andere Eurolanden wordt aangehouden – zogenaamde *third party holdings* – voor het eerst volledig herleid en verwerkt dankzij het gebruik van de ESCB *Securities Holding Statistics* over effectenbezit in de Eurolanden.

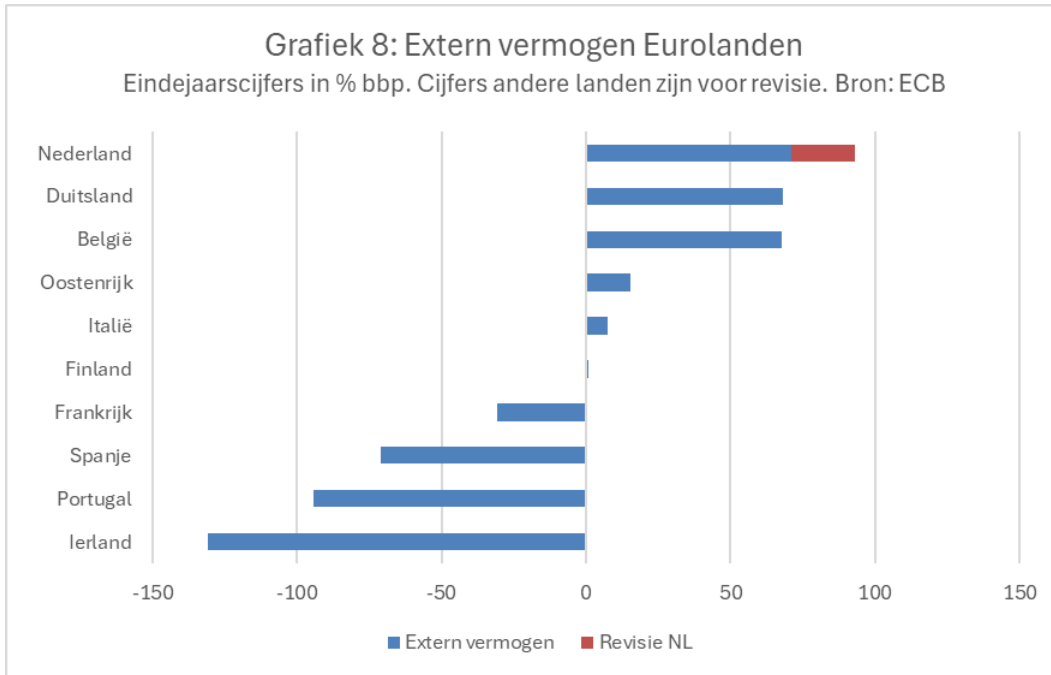
De bijstelling voor effectenuitgifte en -bezit vindt met name plaats bij financiële holdings, banken en overige financiële intermediairs. Het netto extern vermogen van effecten bij Nederlandse financiële holdings wordt bijgesteld met € -50 miljard, bij banken met € -38 miljard en bij overige financiële intermediairs met € -61 miljard. In mindere mate wordt ook de netto positie van effecten van Nederlandse bedrijven bijgesteld (€ -17 mld). Bij financiële holdings is de bijstelling met name het gevolg van aansluiting bij de verbeterde effectenbronnen. Bij de banken is de bijstelling voornamelijk het gevolg van een waarderingsswijziging van de broninformatie van nominale waarde naar marktwaarde, wat beter in lijn is met de economische begrippen die de betalingsbalans hanteert. Voor de Overige Financiële Intermediairs, bijvoorbeeld securitisatievehikels, is de bijstelling het gevolg van het inzetten van verbeterde broninformatie, zowel effecteninformatie als betere sectorale rapportages. Overigens wordt ook het netto extern effectenvermogen van Nederlandse SPE's aangepast, maar doordat dit volledig wordt gecompenseerd door extra bezit aan directe investeringen in het buitenland heeft deze aanpassing geen effect op de Nederlandse netto extern vermogen.

Ten tweede heeft het buitenland netto € 136 miljard meer directe investeringen in Nederlandse bedrijven en instellingen dan eerder geraamd. Een toename van investeringen vanuit het buitenland resulteert in een afname van het netto extern vermogen. De afname van het netto extern vermogen is vooral zichtbaar bij het bedrijfsleven (€ 83 miljard) en financiële holdings (€ 58 miljard), met name in de vorm van intra-concern leningen. De bijstelling is hoofdzakelijk het gevolg van het inzetten van verbeterde broninformatie voor beide sectoren.

Ten derde wordt de daling gecompenseerd door opwaartse bijstellingen met € 55 mld aan overige leningen en € 25 mld aan resterende bijstellingen. De toename in overige leningen betreft leningen buiten concernverband, die vooral zichtbaar is in de sectoren overige financiële intermediairs en financiële hulpbedrijven (€ 32 miljard). De nieuwe rapportagegegevens over deze sectoren zorgen voor een beter beeld van de economische relatie met het buitenland, waarbij onder andere herclassificaties zijn uitgevoerd van leningen naar effecten – bijvoorbeeld bij zogeheten CLOs (Collateralized Loan Obligations). Ook de overige leningen van Nederlandse bedrijven zijn bijgesteld (€ 19 miljard) als gevolg van het inzetten van nieuwe broninformatie.

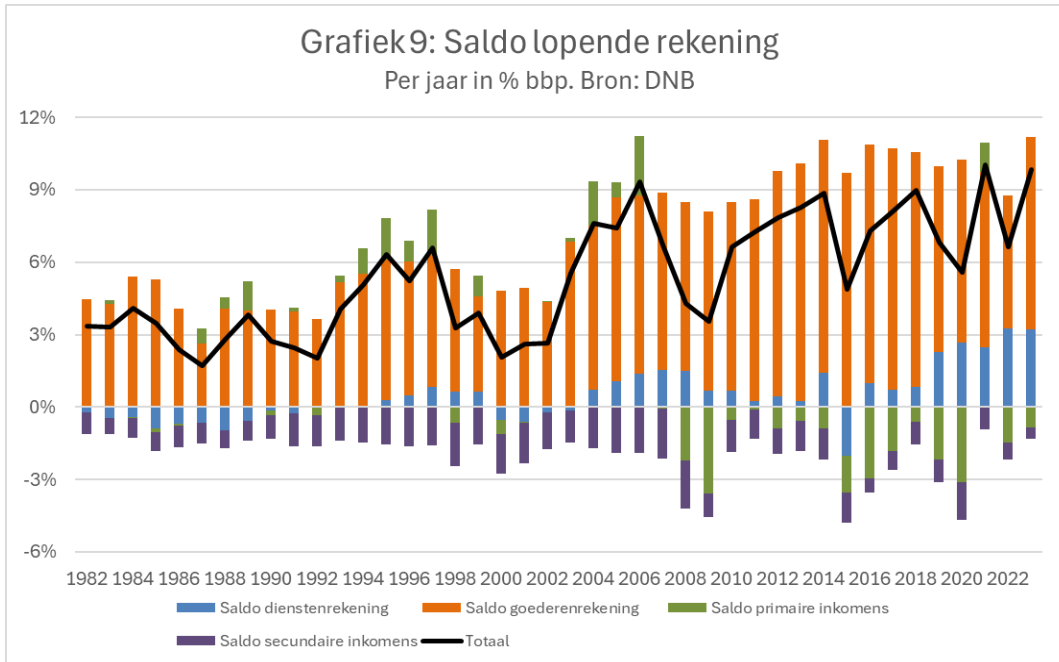
De toegenomen internationale schulden van Nederlandse financiële holdings lijken deels gebruikt voor Nederlandse bedrijven. Voor zover er geen buitenlandse vorderingen tegenover de toegenomen schulden staan, worden deze gebruikt om binnenlandse activiteiten mee te financieren. Dit lijkt met name om het Nederlandse bedrijfsleven te gaan. Uit door het CBS gepubliceerde cijfers over de binnenlandse relaties tussen sectoren, blijkt dat de vorderingen van de financiële holdings op het bedrijfsleven aanzienlijk zijn toegenomen.

Ook na de neerwaartse bijstelling blijft het Nederlands netto extern vermogen hoog in internationaal perspectief. Binnen de Eurozone behoort Nederland ook na revisie tot de groep met landen met een relatief hoog extern vermogen (zie grafiek 8). De actuele raming van het netto extern vermogen van de andere getoonde Eurolanden kan daarbij de komende maanden nog veranderen, aangezien zij de resultaten van hun benchmarkrevisies nog zullen publiceren.



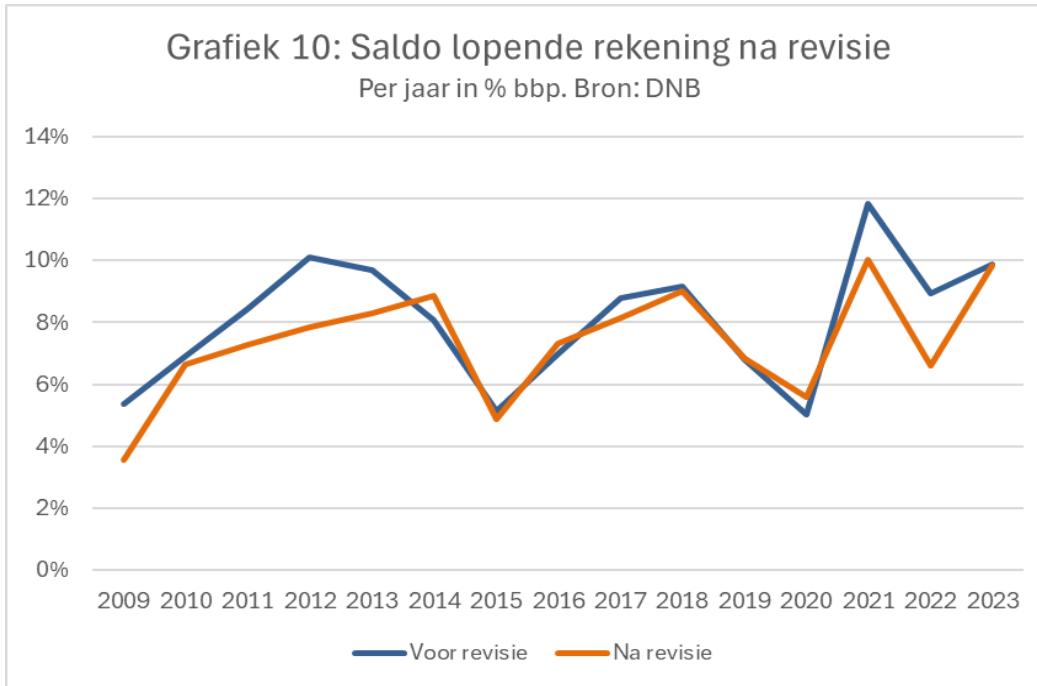
Overschot op de lopende rekening lager dan gedacht

Nederland heeft een structureel overschot op de lopende rekening, met name als gevolg van de netto export van goederen (zie grafiek 9). Nederland was in 2022 verantwoordelijk voor 3,1% van de wereldexport van goederen. In waarde gemeten exporteerden alleen China, de VS, Duitsland, Japan en Zuid-Korea meer goederen (CBS, 2023). Nederland was tegelijkertijd ook de achtste importeur van goederen ter wereld. Deze import is deels bestemd voor de wederuitvoer, die in 2022 de helft van de waarde van de Nederlandse export uitmaakte. Het positieve handelssaldo dat uit de netto export van goederen volgt, is de belangrijkste oorzaak van het Nederlandse overschot op de lopende rekening. De laatste keer dat Nederland een tekort op de lopende rekening noteerde was in 1980.



Het inkomen uit vermogen in de lopende rekening wordt in Nederland beïnvloed door het netto bezit van directe investeringen en schuld in effecten. In de betalingsbalans wordt voor effecten alleen het uitgekeerde dividend als inkomen van de belegger beschouwd, terwijl voor directe investeringen ook het niet uitgekeerde deel van de winst (ingehouden winsten) als winst aan het moederbedrijf wordt toegerekend. De reden van dit verschil is dat directe investeerders in een onderneming een belangrijke mate van zeggenschap hebben over hoe de winst besteed wordt, terwijl een belegger dat niet heeft. Door deze verschillende behandeling vloeit er winst volgens een bredere definitie naar Nederland, terwijl de winst voor buitenlandse beleggers in Nederlandse effecten volgens een smaller begrip wordt berekend. Hierdoor wordt het saldo lopende rekening positief beïnvloed. Een indicatieve schatting voor de omvang van dit effect voor 2022 bedraagt 2% bbp (DNB, 2023).

Uit de gereviseerde betalingsbalanscijfers blijkt dat het overschot op de lopende rekening de afgelopen jaren lager lag dan gedacht (zie grafiek). Met name de cijfers voor de jaren 2021-2023 zijn neerwaarts bijgesteld. Het driejaarsgemiddelde van het overschot op de lopende rekening, dat de Europese Commissie gebruikt in haar macro-economisch scorebord, daalde voor de periode 2021-2023 van 10,5% naar 8,9%. De bijstelling van het saldo lopende rekening is aanzienlijk kleiner dan bij de revisie van vorig jaar, toen het inkomen uit buitenlands bezit in directe investeringen substantieel opwaarts werd bijgesteld.



De belangrijkste reden van de bijstelling zijn neerwaartse revisies van het saldo voor de goederen- en dienstenhandel. De netto export van goederen is neerwaarts bijgesteld met gemiddeld €10,4 miljard in de periode 2021-2023. Voor de jaren 2021 en 2022 is een belangrijke reden hiervan een correctie op de voorraadvorming, waardoor de export lager uitvalt dan eerder geraamd. Daarnaast zijn voor de goederenhandel betere broncijfers beschikbaar gekomen op basis van het principe van economisch eigendom, waardoor beter kan worden aangesloten op de economische begrippen zoals die in de betalingsbalans worden gehanteerd. Voor de dienstenhandel zijn de betalingsbalansgegevens aangesloten op de actuele broninformatie, wat heeft geleid tot een gemiddelde opwaartse bijstelling van de netto dienstenexport met €2,7 miljard in periode 2021-2023.

Daarnaast is het grensoverschrijdend inkomen uit vermogen, een belangrijk onderdeel van het saldo primaire inkomens, neerwaarts bijgesteld. Onder deze bijstelling liggen verschillende aanpassingen, die elkaar deels compenseren. In het revisie-basisjaar 2021 is onder andere het rentesaldo neerwaarts bijgesteld met € 4,5 miljard, hoofdzakelijk vanwege een aanpassing in de toerekening van bankdiensten die impliciet in rentetarieven zijn verwerkt (het zgn. FISIM). Nieuwe broninformatie over de sectoren overige financiële intermediairs en financiële hulpbedrijven leidt tot een neerwaartse bijstelling van het winstsaldo van € 1,1 miljard. Ook het inkomen uit Nederlands onroerend goed in buitenlandse handen is neerwaarts bijgesteld met € 1,8 miljard. Dit volgt uit een neerwaartse aanpassing van de rendementsraming voor zowel binnenlandse als buitenlandse eigenaren van onroerend goed. Tot slot is het inkomen van Nederlandse huishoudens uit vakantiehuisen in het buitenland neerwaarts bijgesteld € 0,9 miljard. Uit verbeterde broninformatie bleek dat de onderhoudskosten voorheen te laag waren ingeschat.

De neerwaartse bijstellingen worden deels gecompenseerd doordat de grensoverschrijdende inkomsten uit arbeid opwaarts zijn bijgesteld. In het revisie-basisjaar 2021 is de beloning van Nederlandse arbeid vanuit het buitenland bijgesteld met € 1,4 miljard, onder andere doordat inkomen ontvangen uit

internationale organisaties voor het eerst volledig in de cijfers is verwerkt. De beloning van buitenlandse arbeid in Nederland is juist neerwaarts werd bijgesteld met € 0,4 miljard.

Doorstroomsector blijkt groter, maar ook steviger te krimpen dan eerder geraamd

De Nederlandse doorstroomsector is van oudsher groot, zowel in termen van het bruto binnenlands product als vanuit internationaal perspectief. Financiële holdings en kredietverstrekkers binnen concernverband worden ook wel doorstroomvennootschappen genoemd. Dit zijn Nederlands ingezetenen met nauwelijks tot geen operationele activiteiten, maximaal vijf werknemers en een beperkte bijdrage aan het bruto binnenlands product. Het betreft een diverse groep bedrijven: zo zijn er bijvoorbeeld zogeheten Special Purpose Entities (SPE's) die door een onderneming vaak om specifieke (soms fiscale) redenen worden opgericht, financieringsmaatschappijen van multinationals die geld ophalen op de obligatiemarkt en leningen verstrekken aan buitenlandse en binnenlandse dochtermaatschappijen, en houdstermaatschappijen met niet-financiële dochterondernemingen. Doorstroomvennootschappen spelen vaak een belangrijke rol in de internationale doorstroom van winsten van multinationals. De financiële omvang van deze groep bedrijven is groot: in 2021, het herijkingsjaar in deze revisie, bedroeg de totale passiva zo'n 4567 miljard euro, oftewel ruim vijf keer het bruto binnenlands product. Hiermee is de doorstroomsector in Nederland ook groot in internationaal perspectief: Nederland staat wereldwijd in de top 5 van landen met de grootste directe investeringsposities, waarvan ruim 60% afkomstig is van doorstroomvennootschappen.

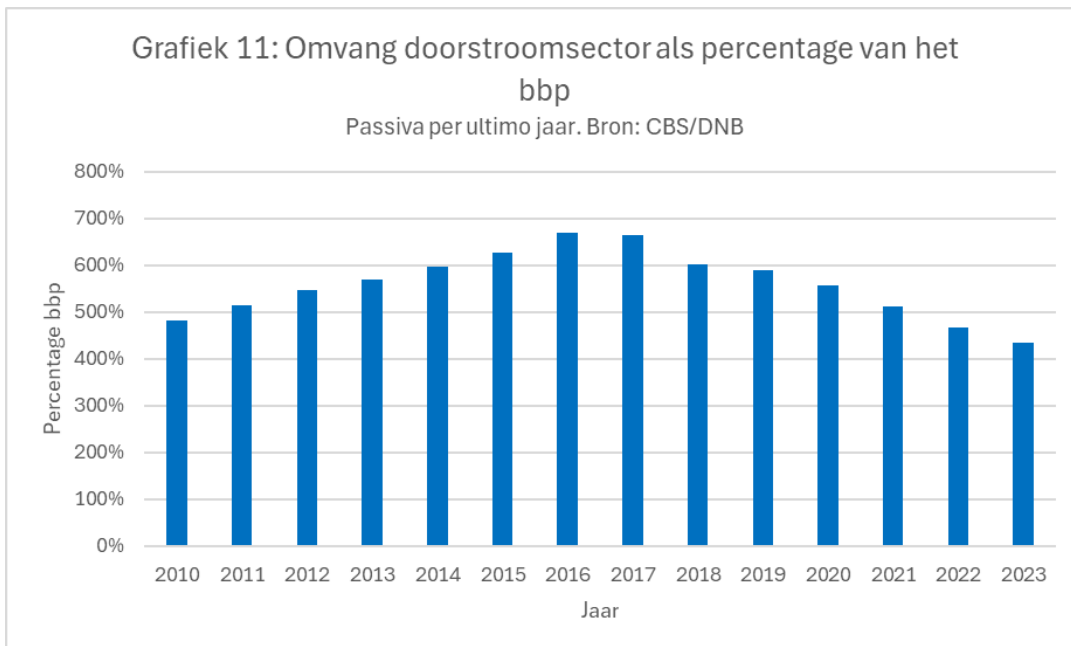
Uit de gereviseerde gegevens blijkt dat de doorstroomsector in de jaren 2010 – 2021 gemiddeld circa 5 procent groter was dan eerder geraamd. Over de revisieperiode (2010-2021) bedroeg de omvang van de sector gemiddeld 4241 miljard euro, wat 202 miljard hoger is dan eerder geraamd. Aan de activazijde is de grootste opwaartse bijstelling (gemiddeld 200 mld EUR, +18%) te zien bij leningen die doorstroomvennootschappen hebben verstrekt aan buitenlandse ondernemingen. Deze bijstellingen van buitenlandse activa worden aan de passivazijde gespiegeld door verschillende instrumenten, waarbij ontvangen leningen (gemiddeld 102 mld EUR, +12%) en uitgegeven effecten (+63 mld, +13%) het meest opwaarts zijn bijgesteld. Omdat het geheel van passiva in handen van het buitenland meer opwaarts is bijgesteld dan het belang van de doorstroomsector in buitenlandse activa, is - zoals beschreven in hoofdstuk 2 - netto sprake van een neerwaartse bijstelling van het extern vermogen van de doorstroomsector.

De opwaartse bijstelling is naast de inzet van nieuwe databronnen ook het gevolg van een verbeterd inzicht in de populatie van doorstroomvennootschappen. Zoals beschreven in hoofdstuk 2 zijn in de afgelopen jaren verschillende nieuwe bronnen ingezet om de raming van doorstroomvennootschappen te verbeteren. Daarnaast blijkt door het combineren van meerdere bronnen dat meer entiteiten voldoen aan de definitie van een doorstroomvennootschap dan eerder geconstateerd. Deze bedrijven zijn nu toegevoegd aan de rapportagepopulatie, en de uitgevraagde gegevens zijn waar nodig ook gebruikt om statistieken uit eerdere jaren te reviseren.

De omvang van de doorstroomsector neemt de laatste jaren af; en deze afname is sterker dan eerder gedacht. In termen van het bbp had de doorstroomsector in 2016 een historisch maximale balansomvang van, zo blijkt uit de gereviseerde cijfers, 671% bbp (4832 miljard EUR). De omvang is in de jaren daarna vervolgens afgenomen, tot een balansomvang van 512% bbp (4567 miljard EUR) in 2021. Ook na de revisieperiode (2010-2021), blijkt de afnemende trend zich door te zetten: zo was er in 2023 sprake van negatieve directe

investeringen ter grootte van 324 miljard euro en komt de balansomvang in termen van het bbp ultimo 2023 uit op 435% (4648 mld EUR). Ook in de eerdere raming lag de historisch maximale balansomvang, uitgedrukt in termen van het bbp, in 2016 (632%, 4552 mld EUR), maar uit de revisie blijkt dat genoemde afname van de sector over 2016-2021 met 159 procentpunt bbp groter is dan eerder gedacht (137 procentpunt bbp).

Een mogelijke verklaring voor deze afname zijn verschillende nationale en internationale initiatieven en maatregelen die de laatste jaren zijn getroffen om belastingontwijking tegen te gaan. Voorbeelden hiervan zijn het Base erosion and profit shifting initiatief van de OESO, de wereldwijde minimumbelasting van 15% op de winsten van multinationals, en de Wet bronbelasting. Deze initiatieven en maatregelen kunnen ondernemingen ertoe aanzetten om hun internationale bedrijfsstructuren te herzien.

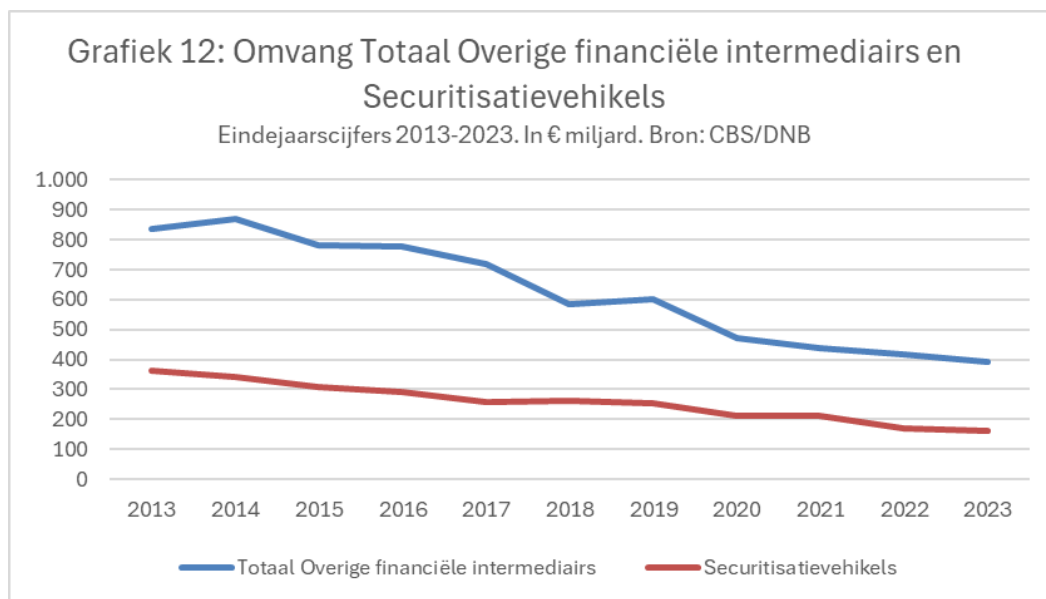


Overige financiële intermediairs dalend in omvang en bovendien minder groot dan eerder aangenomen

De totale financiële activa van de sector overige financiële intermediairs blijken in 2023 € 97 miljard (-20%) lager dan eerder aangenomen. De sector overige financiële intermediairs bestaat uit een grote variëteit aan entiteiten, zoals bijvoorbeeld securitisatievehikels, effecten- en derivatenhandelaren en financieringsmaatschappijen. Door de neerwaartse bijstelling wordt de omvang van deze sector geraamd op € 393 miljard per eind 2023. Het grootste deel daarvan betreft minder aangehouden binnenlandse deposito's, die eerder onterecht aan deze sector werden toegerekend. Deze toewijzing werd gedaan op grond van informatie afkomstig uit sectoren van tegenpartijen. Zo werden deposito's van overige financiële intermediairs bijvoorbeeld voor een groot deel geraamd op basis van de door banken gerapporteerde cijfers. Die indirecte waarneming, waarbij een toerekening naar de juiste financiële sectoren forse onzekerheden kent, is nu vervangen door een directe waarneming vanuit deze overige financiële intermediairs zelf.

Deze neerwaartse bijstelling versterkt de dalende trend van de omvang van de sector overige financiële intermediairs, die in belangrijke mate het gevolg is van de dalende trend bij securitisaties.

Bij securitisaties worden leningen gebundeld en als obligaties herverpakt via speciaal daarvoor opgerichte ondernemingen. De terugloop houdt onder meer verband met het gebruik van andere financieringsvormen door banken, waarmee zij in de afgelopen jaren makkelijker en goedkoper aan geld konden komen. Voorbeelden hiervan zijn de extra leenfaciliteiten van de Europese Centrale Bank (ECB) - die nu worden afgebouwd - en de uitgifte van gedekte obligaties. De omvang van uitstaande securitisaties daalde van € 361 miljard in 2013 naar € 160 miljard in 2023. De sector overige financiële intermediairs als geheel daalde van € 838 miljard in 2013 (126% bbp) naar € 393 miljard in 2023 (37% bbp), zie grafiek. Bij deze afname sinds 2013 spelen niet alleen de verminderde securitisaties een rol, maar onder andere ook de afbouw van enkele aan pensioenfondsen geaffilieerde treasury centers.



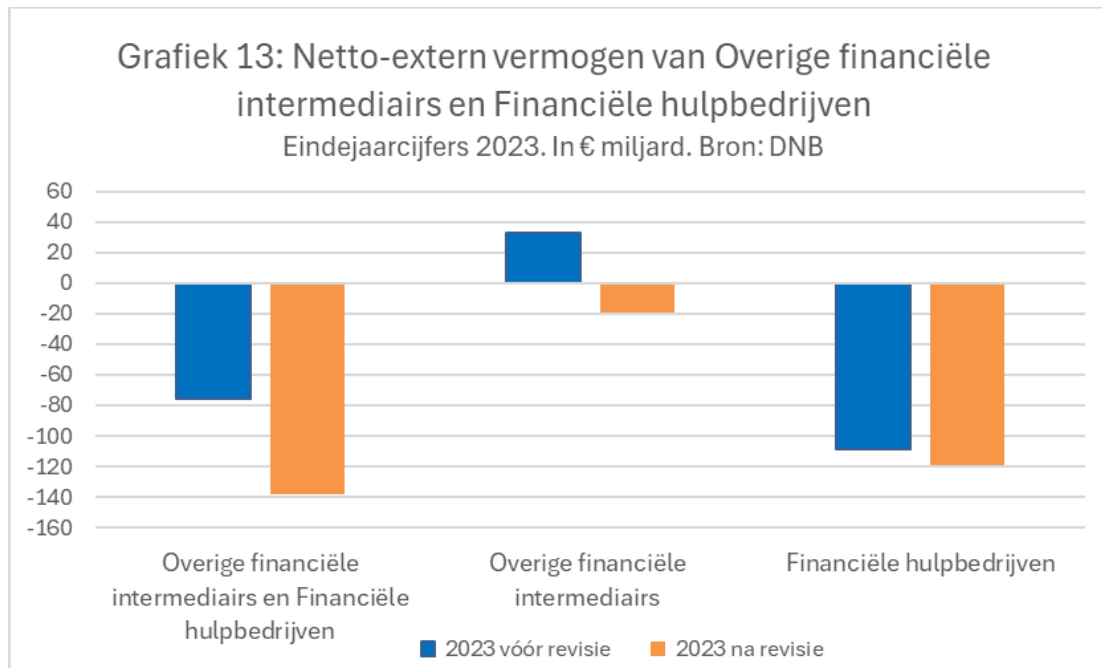
Fintech-kredietverlening is eveneens opgenomen in de waarneming van de overige financiële intermediairs en blijkt qua balansomvang (€ 0,5 miljard in 2023) vooral nog beperkt. Deze vorm van kredietverlening wordt gefaciliteerd door elektronische platforms waarbij kredieten worden verstrekt door instellingen die geen onderdeel zijn van banken, verzekeraars of pensioenfondsen. Tot deze zogeheten fintech-kredietplatforms behoren ook crowdfunding platforms. De via deze platforms verstrekte en nog uitstaande leningen (€ 1,3 miljard eind 2022) staan echter niet op de balans van de overige financiële intermediairs, omdat crowdfunding platforms vooral bemiddelen tussen kredietvragers en kredietaanbieders en deze niet zelf verstrekken.

Uit de revisie blijkt dat overige financiële intermediairs in 2023 netto een schuld aan het buitenland hebben (€ 20 miljard), terwijl eerder werd geraamd dat ze per saldo een vordering op het buitenland hadden (€ 33 miljard). Hiermee leveren deze ondernemingen een substantiële bijdrage aan de neerwaartse bijstelling van het extern vermogen van de Nederlandse economie zoals beschreven in hoofdstuk 2. De aanpassingen, waarbij deze ondernemingen per saldo € 53 miljard meer financiering vanuit het buitenland

aangetrokken hebben, worden gedreven door bijstelling van zowel passiva (meer schuldpapier in buitenlandse handen) als activa (minder langlopende leningen aan het buitenland verstrekt en minder buitenlandse niet-beursgenoteerde aandelen in bezit).

De verbeterde dataverzameling heeft er ook toe geleid dat naast bovengenoemde 'overige financiële intermediairs' nu een afzonderlijke waarneming en publicatie is ingericht voor 'financiële hulpbedrijven'. De financiële hulpbedrijven bestaan onder meer uit hoofdkantoren van financiële instellingen, vermogensbeheerders, tussenpersonen en betaalinstanties. Tot dusver werden de cijfers daarover gezamenlijk met de cijfers van 'overige financiële intermediairs' gepubliceerd. De verbeterde broninformatie leidt tot meerdere bijstellingen van de cijfers door veranderingen in waarderingsgrondslagen, herclassificaties van instrumenten en aanscherping van de populatie. Op basis van deze revisie komen de cijfers voor deze twee sectoren afzonderlijk beschikbaar teruggaand tot 2013 en wordt dit ook na deze revisie voortgezet.

Deze financiële hulpbedrijven hebben in 2023 per saldo een fors grotere schuld aan het buitenland (€ 119 mld) dan eerdergenoemde 'overige financiële intermediairs', maar de bijstelling hiervan is aanzienlijk kleiner (€ -10 mld, 9%). Deze relatief hogere schuld van financiële hulpbedrijven wordt vooral veroorzaakt doordat een aantal hoofdkantoren van Nederlandse verzekerings- en bankenconcern, ter financiering van hun activiteiten, effecten uitgeven die voor het merendeel in buitenlands bezit zijn. De totale omvang van de financiële hulpbedrijven bedroeg eind 2023 € 255 miljard en is in deze revisie met € 19 miljard neerwaarts (-7%) bijgesteld, voor een belangrijk deel door een lager bezit aan niet-beursgenoteerde aandelen.



Referenties

Akkermans, P.W.C. (1999). Het huis der getallen. De institutionele geschiedenis van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) en de Centrale Commissie voor de Statistiek (CCS), 1899-1996. Beschikbaar op www.cbs.nl.

Badger, D.G. (1951). The Balance of Payments: a tool of economic analysis. IMF Staff papers: volume 2 no. 1.

Boonstra, W. (2008). De betalingsbalans en de externe vermogenspositie.

Catao, L. en Milesi-Ferretti, G.M. (2014). External liabilities and crises. Journal of International Economics, Volume 94, Issue 1, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.05.003>.

CBS (2023). Nederland Handelsland. Import, Export & Investerings. Webpublicatie beschikbaar op <https://longreads.cbs.nl/nederland-handelsland-2023/>.

CBS (2024). Revisiepublicatie nationale rekeningen, verslagjaar 2021. Webpublicatie beschikbaar op <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/diversen/2024/revisiepublicatie-nationale-rekeningen-verslagjaar-2021>.

CMFB (2017). A Harmonised European Revision Policy for Macroeconomic Statistics. Beschikbaar op www.cmfb.org.

DNB (2023). Saldo lopende rekening opwaarts bijgesteld. Nieuwsbericht d.d. 23 juni 2023. Beschikbaar op www.dnb.nl

DNB (2024). Daling doorstroomactiviteiten in vierde kwartaal 2023. Statistisch nieuwsbericht, gepubliceerd op 25 maart 2024.

ECB en Eurostat (2023). ESS-ESCB Quality assessment report on statistics underlying the Macroeconomic Imbalance Procedure. Juli 2023. Beschikbaar op www.cmfb.org.

Emter, L., Fidora, M, Pastoris, F. en Schmitz, M. (2023). The euro area current account after the pandemic and energy shock. ECB Economic Bulletin, issue 6/2023.

Europese Commissie (2011). Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances: envisaged initial design. Commission Staff Working Paper.

IMF (1948). Balance of Payments manual.

Lane, P.R. (2024). Euro area international financial flows: analytical insights and measurement challenges. Speech bij de conferentie "External statistics after the pandemic: addressing novel analytical challenges", 12 Februari 2024. Tekst beschikbaar op www.ecb.int.

Lane, P. R., en Milesi-Ferretti, G. M. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. IMF Working Paper.

Lane, P. R., en Milesi-Ferretti, G. M. (2012). External adjustment and the global crisis. *Journal of International Economics*, Volume 88, Issue 2.

Van Loon, E. (2023). Steeds meer statutair Nederlandse topholdings met notering Damrak. ESB, 9 juni 2023.
Ministerie van Financiën (2023). Kamerbrief monitoring effecten aanpak belastingontwijking, d.d. 11-10-2023.
Beschikbaar op www.rijksoverheid.nl.

Van Nieuwkerk, M. (2005). *Hollands gouden glorie: de financiële kracht van Nederland door de eeuwen heen*.
<https://books.google.nl/books?id=iUrAPQAACAAJ>.

Stern, R. (1973). *Balance of Payments: Theory and Economic Policy*.
<https://books.google.nl/books?id=6JcuDwAAQBAJ>