

De financiële transacties van de Belgische niet-financiële sectoren met het buitenland

V. Baugnet
P. Stinglhamber
M.-D. Zachary

Inleiding

België is een kleine open economie waar niet enkel de uit- en invoer van goederen en diensten belangrijk is, maar ook het financiële verkeer met het buitenland. Nochtans zijn de financiële transacties van de ingezeten sectoren met de rest van de wereld zelden aan de orde gekomen in de recente analyses. Tijdens de voorbije tien jaar, en meer bepaald sinds de invoering van de euro, hebben die transacties de structuur van het vermogen van de Belgische sectoren evenwel grondig gewijzigd. Dit artikel beoogt de door de Belgische niet-financiële sectoren in het buitenland aangehouden activa en aangegane verplichtingen te onderzoeken en hun verloop in de tijd te beschrijven. Het brengt dan ook elementen aan over de wijze waarop die sectoren hebben deelgenomen aan de internationale financiële integratie.

Om te beginnen zullen de netto externe positie van België alsook het verloop ervan tijdens de voorbije tien jaar worden geanalyseerd: zo zullen de prijseffecten in de opgetekende veranderingen worden geïsoleerd.

Vervolgens zullen de transacties van de particulieren, de niet-financiële vennootschappen en de overheid met de rest van de wereld uitvoerig worden bekeken. Het verloop van het marktaandeel van de rest van de wereld in de activa en de verplichtingen van die sectoren alsook de onderliggende instrumenten en transacties van die bewegingen zullen worden onderzocht.

1. Netto externe positie van België

1.1 Situatie eind 2007

Omschreven als het verschil tussen de tegoeden en verplichtingen van de ingezeten sectoren tegenover de rest van de wereld is de netto externe positie van België ruimschoots positief. Eind 2007 bedroeg ze 147,1 miljard euro, dankzij de netto externe positie van de particulieren en de financiële vennootschappen. In die periode beliepen hun respectieve financiële saldi ten opzichte van de rest van de wereld immers 146,8 en 243,9 miljard euro. De niet-financiële vennootschappen en de overheid lieten daarentegen eind vorig jaar netto financiële verplichtingen ten opzichte van het buitenland optekenen van respectievelijk 91,3 en 152,3 miljard euro.

1.2 Verloop tijdens de voorbije tien jaar

Tijdens de afgelopen tien jaar is de netto externe positie van België gestegen van in totaal 84,1 miljard euro eind 1997 tot 147,1 miljard euro, wat respectievelijk 38 en 44,4 pct. bbp vertegenwoordigde.

Eind 1997 werd die positie uitsluitend bereikt dankzij het positief financieel saldo van de particulieren ten opzichte van het buitenland, dat uitkwam op 179,8 miljard euro. De andere sectoren van de economie vertoonden toen een negatieve netto externe positie van 28,5 miljard euro

TABEL 1 NETTO EXTERNE POSITIE VAN BELGIË: SITUATIE EIND 1997 EN EIND 2007

(miljarden euro's, tenzij anders vermeld)

	Activa		Verplichtingen		Saldo		Saldo in pct. van het bbp	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Particulieren	179,8	146,8	-	-	179,8	146,8	81,3	44,3
Niet-financiële vennootschappen	101,5	444,7	130,0	536,0	-28,5	-91,3	-12,9	-27,5
Overheid	1,2	3,1	61,4	155,4	-60,2	-152,3	-27,2	-45,9
Financiële vennootschappen	304,0	1087,1	311,1	843,2	-7,1	243,9	-3,2	73,6
Totaal	586,5	1681,7	502,5	1534,6	84,1	147,1	38,0	44,4

Bron: NBB.

voor de niet-financiële vennootschappen, 60,2 miljard euro voor de overheid en 7,1 miljard euro voor de financiële vennootschappen.

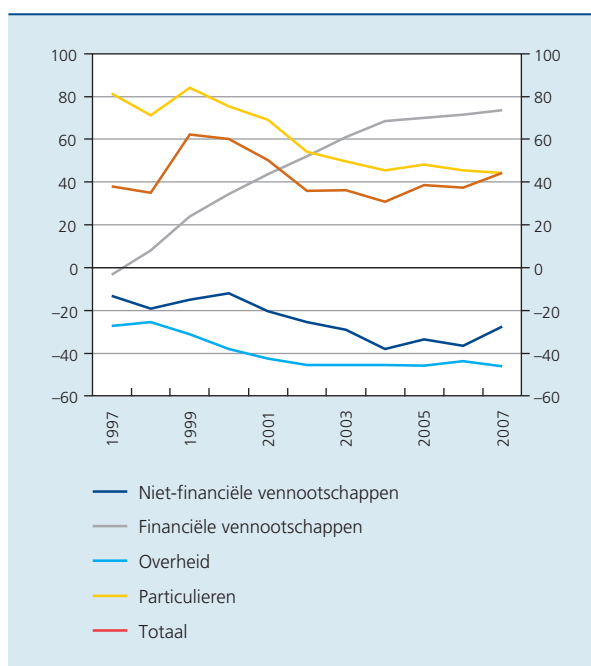
Het verloop tussen 1997 en 2007 is opmerkelijk. De voornaamste wijziging betrof de financiële vennootschappen, die van een licht negatieve netto externe positie in 1997 in tien jaar tijd zijn overgegaan naar een ruimschoots positieve netto externe positie. Focust men enkel op de

kredietinstellingen, dan blijkt meer bepaald dat die verandering zich tijdens een veel geringer aantal jaren heeft voorgedaan, globaal van 1999 tot 2004.

Verscheidene elementen hebben tot dat verloop bijgedragen. In de eerste plaats heeft de geleidelijke en toenevende internationalisering van de sector van de financiële instellingen hierbij een rol gespeeld. De voorbije tien jaar hebben de Belgische kredietinstellingen hun activiteiten in het buitenland immers geleidelijk uitgebreid, wegens de beperkte groeimogelijkheden op de binnenlandse markt. Die internationalisering kwam reeds tot uiting in de oprichting, in de loop van de jaren negentig, van binationale groepen met de kredietinstellingen van de buurlanden en leidde meer recentelijk tot aankopen in Centraal- en Oost-Europa, alsook in Turkije. Voorts streefde de Schatkist, na de invoering van de euro, de diversifiëring van de beleggingen in overheidspapier na. De Belgische financiële instellingen hebben ook hun portefeuille waardepapier gediversifieerd en hebben Belgische overheidseffecten vervangen door buitenlandse effecten.

Al die veranderingen verklaren waarom de Belgische kredietinstellingen zowel hun financiële activa als hun financiële verplichtingen ten opzichte van de rest van de wereld hebben vermeerderd. Terwijl hun bruto financiële activa eind 1997 249,3 miljard euro bedroegen, beliepen ze eind 2007 786,7 miljard euro. Zo ook stegen hun bruto financiële verplichtingen van 284,5 miljard euro eind 1997 tot 677 miljard euro eind 2007.

De verbintenissen van de banken in het buitenland zijn minder sterk toegenomen dan de financiële activa. Dat kan het gevolg zijn van onder meer de grondige wijziging die de specifieke financiële betrekkingen van België met Luxemburg en Nederland de afgelopen jaren

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE NETTO EXTERNE POSITIE VAN DE BELGISCHE SECTOREN (procenten bbp)

Bron: NBB.

hebben ondergaan. De belangrijke beleggingen die de Belgische ingezetenen in Luxemburg en Nederland verrichtten, deden Belgische franken naar de Luxemburgse en Nederlandse banken toestromen, waarmee ze interbancaire kredieten verstrekten aan de Belgische banken⁽¹⁾. Die praktijk nam af met de overgang op de euro, maar vooral als gevolg van de implementatie van de Europese spaarrichtlijn (zie deel 2.1), wat de buitenlandse schuld van de Belgische financiële sector heeft verminderd.

Het is ook een feit dat de beleggingen alsook de verplichtingen ten opzichte van de rest van de wereld met-tertijd voor de sectoren van de Belgische economie steeds belangrijker geworden zijn, met uitzondering evenwel van de particulieren. Terwijl hun netto externe positie in 1997 81,3 pct. bbp vertegenwoordigde, beliep ze eind 2007 maar 44,3 pct. bbp meer. De netto financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen ten opzichte van de rest van de wereld beliepen eind 1997 daarentegen 12,9 pct. bbp, terwijl ze tien jaar later 27,5 pct. bbp uitmaakten. De overheid heeft zich eveneens meer op het buitenland gericht: haar netto financiële verplichtingen bereikten eind 1997 27,2 pct. bbp, tegen 45,9 pct. eind 2007. Zoals hierboven is aangestipt, veranderde de situatie het sterkst voor de financiële vennootschappen: terwijl hun netto financiële verplichtingen eind 1997 3,2 pct. bbp beliepen, hielden de Belgische financiële vennootschappen eind 2007 netto financiële activa tegenover de rest van de wereld aan ten belope van 73,6 pct. bbp.

(1) De Luxemburgse banken konden die middelen ook aanwenden om direct in te tekenen op Belgisch schatkistpapier.

(2) De andere instrumenten (vastrentende effecten, kredieten) worden opgetekend tegen aankoopwaarde. De laatstgenoemde kunnen evenwel prijsveranderingen ondergaan als gevolg van wisselkoersschommelingen.

1.3 Financiële transacties en prijseffecten

De financiële rekeningen registreren het uitstaande bedrag van het financieel vermogen aan het einde van de periode en de jaarlijkse stromen van financiële verplichtingen of beleggingen (te weten, in de zin van het ESR 1995, de financiële transacties). Het verloop van de uitstaande activa en verplichtingen van het ene jaar tot het andere komt niet overeen met de tussen die twee data opgetekende stroom. Het uitstaande bedrag aan aandelen, zoals blijkt uit de financiële rekeningen, wordt aan het einde van het jaar berekend tegen marktprijzen⁽²⁾ (dat wil zeggen op basis van de aan het einde van elke periode opgetekende waarden). Naast het volume van de opgetekende transacties, neemt het herwaarderingen van de activa en de verplichtingen op die in de loop van het jaar hebben plaatsgevonden. De laatstgenoemde kunnen het gevolg zijn van de valorisatie van de activa of het in aanmerking nemen van wisselkoersschommelingen tussen valuta's. De veranderingen inzake uitstaande bedragen omvatten eveneens de andere volumewijzigingen (bijvoorbeeld sectorale herklasseringen, verschuivingen tussen financiële instrumenten of uitzonderlijke gebeurtenissen).

De analyse van de financiële positie van de diverse sectoren van de economie impliceert dat de prijseffecten van de transactievolumes in de waargenomen financiële ontwikkelingen kunnen worden geïsoleerd. Volgens hun omvang, zullen de schommelingen van de financiële prijzen in de ene of de andere zin een vaak niet onaanzienlijke impact hebben op het verloop van de uitstaande financiële portefeuille van de sectoren van de economie.

TABEL 2 OPSPLITSING VAN DE VERANDERINGEN INZAKE UITSTAANDE BEDRAGEN IN PRIJSEFFECTEN EN FINANCIËLE TRANSACTIES TUSSEN EIND 1997 EN EIND 2007
(miljarden euro's)

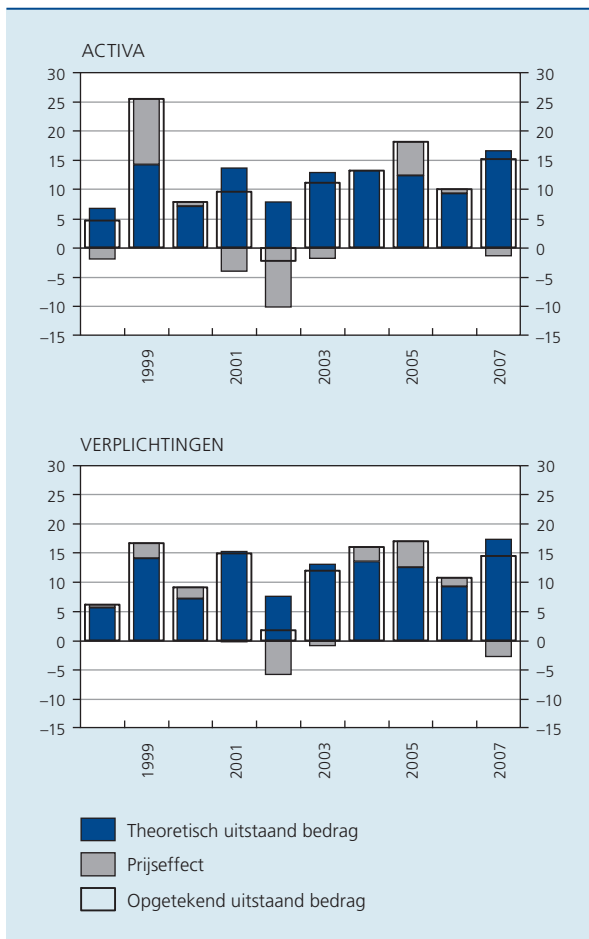
	Activa		Verplichtingen	
	Financiële transacties	Prijseffecten	Financiële transacties	Prijseffecten
Particulieren	-6,0	-27,0	-	-
Niet-financiële vennootschappen	331,4	11,8	358,3	47,7
Overheid	2,6	-0,7	83,3	10,7
Financiële vennootschappen	793,1	-10,0	567,8	-35,7
Totaal	1.121,1	-25,9	1.009,4	22,8

Bron: NBB.

GRAFIEK 2

BELANG VAN DE PRIJSEFFECTEN EN DE FINANCIËLE TRANSACTIES IN DE VERANDERINGEN VAN DE UITSTAANDE BEDRAGEN TIJDENS HET LAATSTE DECENNIUM

(jaarlijks veranderingspercentage)



Bron: NBB.

Teneinde het effect van de herwaarderingen tijdens de voorbije tien jaar te ramen, dient, op basis van het eind 1997 opgetekende uitstaande bedrag, een theoretisch uitstaand bedrag te worden gereconstrueerd, waarbij enkel rekening wordt gehouden met de stromen van de elk jaar belegde bedragen (met andere woorden de van 1998 tot 2007 gecumuleerde stromen of het uitsluitend aan de transacties toe te schrijven effect). Door de respectieve veranderingen van het theoretische en het opgetekende uitstaande bedrag te vergelijken, verkrijgt men een raming van het belang van de schommelingen van de financiële prijzen (dat is het prijseffect) in het verloop van het opgetekende uitstaande bedrag.

Indien de verandering van het uitstaande bedrag lager (hoger) is dan de gecumuleerde stromen, wordt geconcludeerd dat het uitstaande bedrag aan het einde van

de periode gedrukt (opgestuwd) is door een negatief (positief) prijseffect. Wat de activa betreft, beliepen die herwaarderingen de afgelopen tien jaar -25,9 miljard euro voor het geheel van de sectoren van de Belgische economie. Wat de verplichtingen betreft, bedroegen ze 22,8 miljard euro.

De sectoren die te maken hebben met significante negatieve prijseffecten zijn de sector van de particulieren, in de vorming van activa, en die van de financiële vennootschappen, in de vorming van activa en verbintenissen. Dat weerspiegelt wellicht de aantrekkingskracht die hoogrentende activa uitoefenen op de particulieren, met name die luidend in vreemde valuta's, maar waarvan het risico (bij voorbeeld het wisselkoersrisico) belangrijk kan blijken te zijn bij een appreciatie van de euro, zoals de voorbije jaren het geval geweest is. De operaties van de financiële vennootschappen met het buitenland werden aan het einde van de beschouwde periode dan weer beïnvloed door diverse financiële turbulenties (dalingen van de koersen van hun aandelen en van de wisselkoers van de dollar in de Verenigde Staten).

Grafiek 2 illustreert het belang van de prijseffecten op de veranderingen van de uitstaande bedragen. In 1999⁽¹⁾ waren de prijseffecten positief, wat een afspiegeling was van het beursherstel toen. In 2000 namen ze af, als gevolg van het uiteenspatten van de technologiezeepbel en de instorting van de beurskoersen, wat bijgevolg het opgetekende uitstaande bedrag drukte. Ze werden negatief van 2001 tot 2003. In 2002, toen het dieptepunt werd bereikt, was de prijs van de financiële activa met 10,2 pct. gedaald, wat een vermindering van het opgetekende uitstaande bedrag met 2,3 pct. met zich bracht, ondanks een positieve verandering van de financiële stromen. Tijdens dat jaar liep ook de prijs van de financiële verplichtingen met 5,8 pct. terug, wat de toename van de stromen des te meer temperde.

Van 2004 tot 2006 was de stijging van de financiële activa van de Belgische economie zowel toe te schrijven aan de versterking van de stromen en de opleving van de prijzen. Dat was ook het geval voor de groei van de financiële verplichtingen tijdens die jaren.

Terwijl het volume van de transacties in 2007 vrij sterk toenam, waren de prijseffecten opnieuw negatief zowel voor de financiële activa als voor de verplichtingen, waarschijnlijk wegens diverse financiële turbulenties.

(1) In 1998 werd een nieuw systeem voor het verzamelen van gegevens voor de financiële rekeningen ingevoerd, wat met name een impact had op de boeking van de andere volumewijzigingen dan de stromen. De inwerkingtreding van dat nieuwe systeem brengt een breuk in de gegevens met zich.

2. Financiële transacties met de rest van de wereld

2.1 Particulieren

2.1.1 Financiële verplichtingen in het buitenland

Bij gebrek aan beschikbare informatie worden de financiële verplichtingen van de Belgische huishoudens in het buitenland niet in de financiële rekeningen opgenomen. Die verplichtingen zouden naar alle waarschijnlijkheid verwaarloosbaar van omvang zijn, ten gevolge van de huidige segmentatie van de Europese markt van het krediet aan particulieren. A contrario hebben de Belgische particulieren reeds lang de gewoonte aangenomen financiële activa aan te kopen bij buitenlandse tegenpartijen. Het hierna volgende deel handelt over de analyse van die in het buitenland aangehouden financiële instrumenten.

2.1.2 In het buitenland aangehouden financiële activa

In dit deel wordt ingegaan op het recente verloop van de tegoeden die de Belgische huishoudens in het buitenland aanhouden, in het licht van de talrijke gebeurtenissen die het spaargedrag de afgelopen tien jaar kunnen hebben beïnvloed: invoering van de euro, oprichting van Euronext, eenmalige bevrijdende aangifte, Europese richtlijn over de belasting op inkomsten uit spaargelden, enz.

2.1.2.1 Methodologische opmerkingen

Volgens de methodologie inzake financiële rekeningen is het criterium om een actief als buitenlands te kenmerken uitsluitend het land waar de debiteur gevestigd is: er wordt geen rekening gehouden met de valuta waarin het actief luidt, noch met de plaats waar het wordt aangehouden. Zo wordt een in dollar luidend deposito op een rekening bij een Belgische bank beschouwd als een binnenlands actief, terwijl Amerikaanse obligaties of aandelen die worden aangehouden op een bij diezelfde bank geopende effectenrekening, worden geregistreerd als buitenlandse activa. Die methode levert een probleem op voor de instellingen voor collectieve belegging (ICB's): de deelbewijzen van ICB's naar Belgisch recht worden geregistreerd als binnenlandse tegoeden, ook al hebben die ICB's een portefeuille met buitenlandse effecten; omgekeerd worden de door Belgische ingezetenen aangehouden deelbewijzen van ICB's naar buitenlands recht

waarvan de portefeuille bestaat uit Belgische effecten, ingedeeld bij de buitenlandse activa. Ten behoeve van de analyse zal die regel dan ook worden omzeild: de beleggingen van de huishoudens in deelbewijzen van ICB's naar Belgisch of buitenlands recht die beleggen in buitenlandse effecten, zullen worden beschouwd als externe tegoeden, en de beleggingen in deelbewijzen van ICB's naar Belgisch of buitenlands recht die beleggen in Belgische effecten als binnenlandse tegoeden⁽¹⁾.

De cijfers betreffende de tegoeden van de huishoudens op het buitenland moeten algemeen beschouwd, voorzichtig worden geïnterpreteerd. In de Belgische financiële rekeningen worden de activa van de particulieren immers meestal per saldo geraamd, wat impliceert dat elke vergissing in de registratie van financiële activa van andere sectoren onvermijdelijk een weerslag heeft op de gegevens voor de particulieren. Bovendien worden de gegevens betreffende de uitstaande bedragen voornamelijk opgesteld op basis van de gecumuleerde stromen van de betalingsbalans, die vervolgens worden geherwaardeerd op grond van verschillende hypothesen. De portefeuilleerschikkingen tussen in het buitenland aangehouden activa (bijvoorbeeld de aankoop van buitenlandse aandelen die wordt gefinancierd via een zichtdeposito bij een buitenlandse bank) zijn bijgevolg nergens geregistreerd, wat wellicht in zekere mate de analyse van de verdeling naar instrument van de vorderingen op het buitenland vertekent.

2.1.2.2 Algemene ontwikkeling van het bezit van buitenlandse activa

Eind 2007 beliepen de vorderingen op het buitenland 17 pct. van de financiële portefeuille van de Belgische huishoudens. De rest van de wereld vormt aldus het derde beleggingskanaal van de particuliere beleggers. Het wordt voorafgegaan door twee binnenlandse deelsectoren: de kredietinstellingen (31 pct. van de tegoeden) en de levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen (23 pct.). De gedesintermediateerde beleggingen in aandelen en obligaties van Belgische niet-financiële vennootschappen bedroegen 16 pct. op 31 december 2007, en de deelbewijzen van ICB's naar Belgisch recht 9 pct. Tot slot vormden de verplichtingen van de overheid en van de entiteiten in de categorie «overige financiële vennootschappen» eind 2007 slechts een bescheiden rechtstreekse tegenpost van de financiële activa van de particulieren.

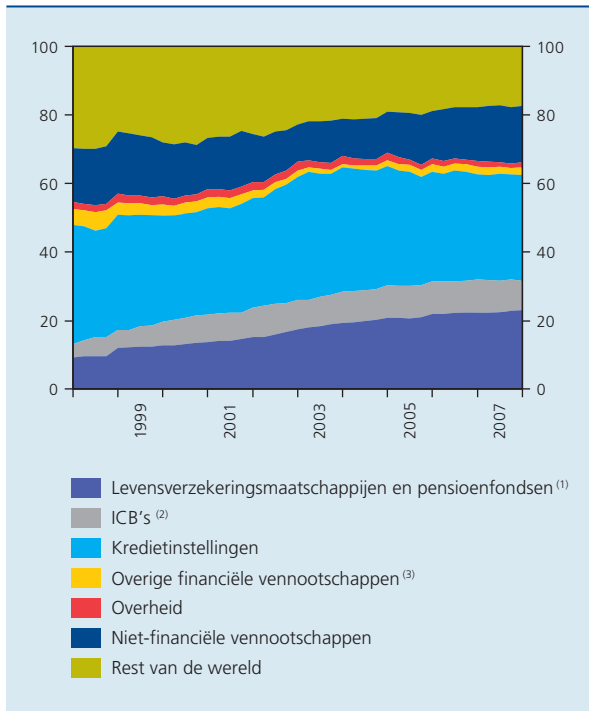
Hoewel het aandeel van de externe activa groot bleef, is het de afgelopen tien jaar zeer sterk teruggelopen: eind 1997 bedroegen de vorderingen op de rest van de wereld nog 30 pct. van de portefeuille van de huishoudens.

(1) Deze correctie zal pas plaatsvinden in de latere analyse van de financiële transacties. Om redenen van coherentie met de financiële rekeningen in het algemeen en deel 1 van dit artikel in het bijzonder, zullen de gegevens betreffende de uitstaande bedragen niet worden gecorrigeerd.

GRAFIEK 3

FINANCIËLE ACTIVA VAN DE PARTICULIEREN : OPSPLITSING NAAR TEGENPARTIJ

(eindekwartaalgegevens, procenten van het totale uitstaande bedrag)



Bron : NBB.

(1) Met inbegrip van de pensioenspaarfondsen.

(2) Ongerekend de pensioenspaarfondsen.

(3) Deze categorie omvat de NBB, de financiële hulpbedrijven, de takken « niet-leven » van de verzekeringsmaatschappijen, alsook de financiële instellingen die niet in andere rubrieken zijn opgenomen.

In tien jaar tijds is het percentage van de buitenlandse tegoeden dus met meer dan 10 procentpunten gedaald. Deze vermindering is ook merkbaar in absolute waarde: zoals vermeld in punt 1.2, nam het uitstaande bedrag van de financiële activa die de particulieren aanhouden in het buitenland, af van 179,8 miljard euro eind 1997 tot 146,8 miljard euro eind 2007.

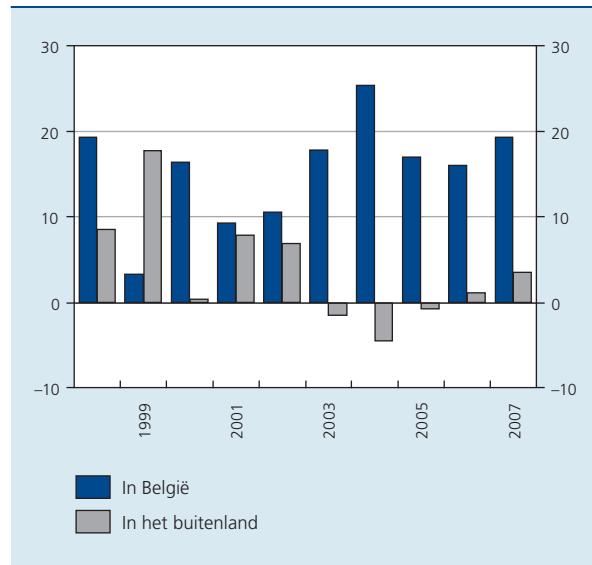
De voorbije tien jaar verliepen de financiële transacties van de Belgische huishoudens met het buitenland in twee fasen:

- tot in 1999 schommelde de kapitaaluitvoer van de Belgen rond het bedrag van de in België gevormde financiële activa;
- vanaf 2000 waren de beleggingsstromen in het buitenland systematisch – en vaak zeer duidelijk – geringer dan de vorming van binnenlandse activa.

GRAFIEK 4

VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE PARTICULIEREN

(stromen, miljarden euro's)



Bron : NBB.

2.1.2.3 Verloop per categorie van activa

Achter die algemene ontwikkeling gaan echter veranderingen schuil die lijnrecht tegenovergesteld zijn naar gelang van de categorie van activa. Zo liep het gewicht van de uitstaande rentedragende activa (deposito's, vastrentende effecten, monetaire ICB's en ICB's in obligaties), dat in 1997 ongeveer 70 pct. van de portefeuille van de huishoudens in het buitenland bedroeg, sindsdien met de helft terug. A contrario vormen de aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's, die tien jaar geleden slechts 12 pct. van de buitenlandse tegoeden uitmaakten, momenteel de grootste categorie in de buitenlandse portefeuille van de huishoudens (42 pct.). Ten slotte belopen de verzekeringstechnische voorzieningen, die in 1997 nog verwaarloosbaar waren, thans 13 pct. van de financiële tegoeden in het buitenland van de Belgische huishoudens.

Om de determinanten van die ontwikkelingen te bepalen, wordt in de volgende paragrafen getracht de stromen van de financiële transacties van Belgische huishoudens met de rest van de wereld jaar per jaar uit te splitsen naar het gebruikte type van financieel instrument. In de analyse zullen aldus achtereenvolgens de vorming in België en in het buitenland van rentedragende activa, aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's, en verzekeringstechnische voorzieningen worden vergeleken.

TABEL 3 BUITENLANDSE FINANCIËLE ACTIVA VAN DE PARTICULIEREN: UITSPLITSING PER INSTRUMENT
(aan het einde van de periode uitstaande bedragen)

	1997			2007		
	miljarden euro's	pct. van het totaal	pct. van het bbp	miljarden euro's	pct. van het totaal	pct. van het bbp
Rentedragende activa	126,8	70,5	57,4	49,3	33,6	14,9
Aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's . .	22,2	12,3	10,0	61,6	42,0	18,6
Verzekeringstechnische voorzieningen	2,7	1,5	1,2	19,1	13,0	5,8
Andere ⁽¹⁾	28,1	15,6	12,7	16,8	11,4	5,1
Totaal	179,8	100,0	81,3	146,8	100,0	44,3

Bron: NBB.

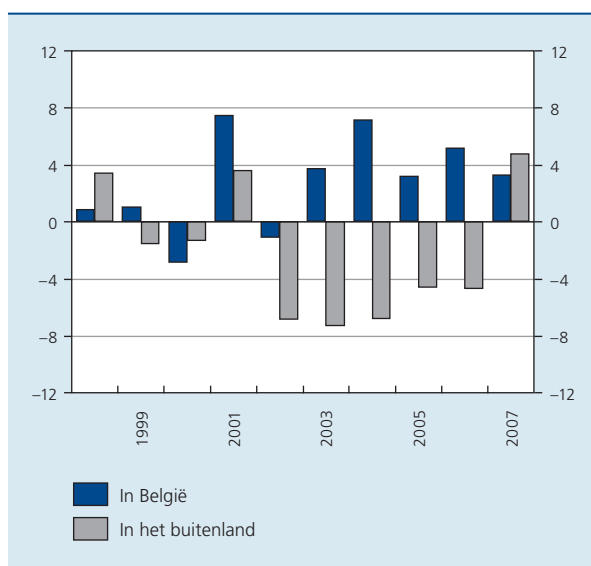
(1) Deze rubriek omvat voornamelijk de vergissingen en weglatingen, alsook de niet in de andere categorieën van de tabel opgenomen deelbewijzen van ICB's en het chartaal geld.

a) De rentedragende activa

Uit een onderzoek van het verloop van de rentedragende beleggingen van de Belgische particulieren blijkt dat de vorming van buitenlandse tegoeden aanzienlijk vertraagde vanaf 1998 en dat het overwicht ervan tegenover de vorming van binnenlandse rentedragende activa snel wegebde. In 2001 gaven de Belgische huishoudens voor het eerst zeer duidelijk de voorkeur aan binnenlandse

beleggingen in hun portefeuille rentedragende activa. Van 2002 tot 2006 repatrieerden de particulieren elk jaar dat soort kapitalen, waarbij ze hun in het buitenland aangehouden rentedragende activa ruilden tegen Belgische activa van dezelfde aard, zoals blijkt uit de grafische symmetrie van de geldstromen. Die tegengestelde ontwikkeling van de rentedragende buitenlandse en binnenlandse beleggingen zou een anticipatie op de Europese spaarrichtlijn weerspiegelen, die aldus het spaargedrag van de Belgische particulieren zelfs vóór de effectieve inwerkingtreding ervan op 1 juli 2005 zou hebben beïnvloed. In 2007 bereikten de beleggingsstromen in buitenlandse rentedragende activa opnieuw een positief peil.

GRAFIEK 5 VORMING VAN RENTEDRAGENDE ACTIVA⁽¹⁾ DOOR DE PARTICULIEREN
(stromen, miljarden euro's)



Bron: NBB.

(1) Namelijk deposito's, vastrentende effecten en deelbewijzen van monetaire ICB's en ICB's in obligaties.

In die vergelijking omvatten de rentedragende activa de deposito's, de vastrentende effecten en de deelbewijzen van monetaire ICB's of ICB's die hoofdzakelijk beleggen in obligaties. Die categorieën van instrumenten werden niet bij toeval geaggregeerd: ze vormen immers een benadering van de rentedragende activa die onder de Europese spaarrichtlijn vallen⁽¹⁾. Aangezien het politieke akkoord over de kernpunten van de richtlijn reeds in 2000 rond was, hebben vele particulieren de samenstelling van hun portefeuille aan financiële activa voortijdig kunnen aanpassen, ondanks de onzekerheid omtrent de datum waarop de richtlijn in werking zou treden. De eenmalige bevrijdende aangifte (EBA) kan er sommige huishoudens eveneens toe hebben aangezet hun tegoeden te herschikken vóór de effectieve invoering van de richtlijn.

(1) In werkelijkheid werden alle vastrentende effecten in aanmerking genomen, met inbegrip van de vóór 1 maart 2001 uitgegeven obligaties die niet tot de toepassingsfeer van de richtlijn behoren. De transacties in gemengde fondsen die voor meer dan 40 pct. in obligaties beleggen, vallen daarentegen niet onder de definitie van rentedragende activa die in deze vergelijking wordt gehanteerd.

Het is echter moeilijk de specifieke invloed van een eventuele anticipatie op de inwerkingtreding van de spaarrichtlijn op het beleggingsgedrag van de Belgische particulieren na te gaan, aangezien misschien ook andere factoren hebben meegespeeld. Behalve door de inschatting van de opportuniteiten op de financiële markten wordt de keuze van de particulieren ook bepaald door technische of fiscale factoren: de ontwikkeling van binnenlandse belastingvrije producten, de eventuele voorkeur voor gedematerialiseerde effecten, de efficiëntie van de bestrijding van de fiscale fraude of ontwijking, de implementatie van al dan niet striktere stelsels inzake successierechten, enz. Men kan niet anders dan vaststellen dat een aantal ontwikkelingen op dat gebied sinds een aantal jaren het bezit van buitenlandse financiële activa minder aantrekkelijk heeft gemaakt voor de particulieren.

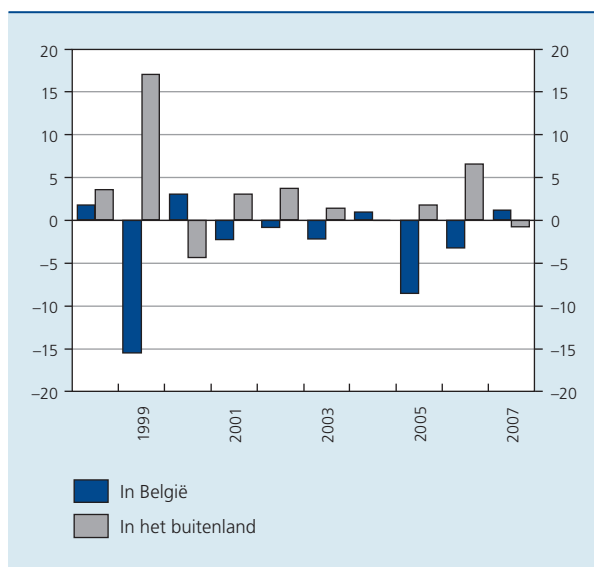
b) Aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's

De vergelijking tussen de netto-aankopen van Belgische en buitenlandse aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's door de Belgische huishoudens levert nog meer interessante informatie op. Zo kan de in 1999 opgetekende, zeer uitgesproken voorkeur voor beleggingen in het buitenland worden verklaard door grootschalige aankopen van aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's van buitenlandse ondernemingen. Deze beleggingen zouden onder meer zijn gefinancierd door de verkoop van Belgische aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's. De grote

belangstelling voor beleggingen in het buitenland viel niet toevallig samen met de invoering van de euro. Door het verdwijnen van het wisselrisico en de wisselprovisie werd het beleggingsuniversum van de huishoudens voortaan uitgebreid tot een veel gevarieerdere en liquidere waaier van waarden dan alleen de op de Brusselse beurs genoteerde effecten. De beleggers zouden derhalve de Belgische waarden de rug hebben toegekeerd en zich meer zijn gaan richten op de belangrijkste Europese aandelen.

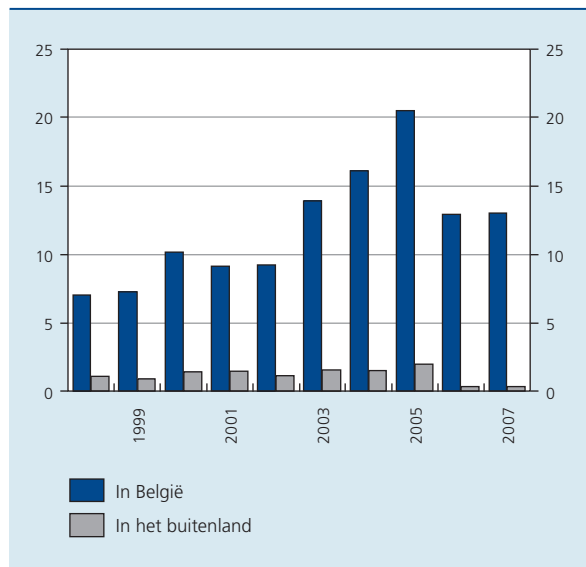
Daarbij zij opgemerkt dat het einde van de jaren negentig werd gekenmerkt door de euforie ten aanzien van ondernemingen uit de technologie en de telecommunicatie. Deze twee sectoren waren destijds amper vertegenwoordigd op de Brusselse beurs, die gedomineerd werd door financiële vennootschappen. Het uiteenspatten van deze speculatieve zeepbel had derhalve logischerwijze de belangstelling van de beleggers voor buitenlandse aandelen en deelbewijzen in aandelen-ICB's moeten verminderen. Dat lijkt het geval geweest te zijn in de loop van het jaar 2000, toen de particulieren opnieuw netto-aankopen van Belgische aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's hebben verricht, zij het in geringe mate. Op 22 september 2000 werd met de oprichting van Euronext evenwel een nieuwe stap gezet in de integratie van de financiële markten, wat de toegang tot de Franse en de Nederlandse aandelenbeurzen nog iets makkelijker maakte. Sedert 2001 gaven de huishoudens ook bijna elk jaar de voorkeur aan buitenlandse effecten boven die van de Belgische ondernemingen.

GRAFIEK 6 NETTO-AANKOOP VAN AANDELEN EN DEELBEWIJZEN VAN AANDELEN-ICB'S DOOR PARTICULIEREN
(stromen, miljarden euro's)



Bron: NBB.

GRAFIEK 7 VORMING VAN VERZEKERINGSTECHNISCHE VOORZIENINGEN
(stromen, miljarden euro's)



Bron: NBB.

Tijdens het afgelopen decennium werden bovendien verscheidene Belgische beursgenoteerde vennootschappen overgenomen door grote buitenlandse ondernemingen. Die ontwikkelingen kwamen tot uiting in verschuivingen tussen binnenlandse en buitenlandse tegenpartijen in de aandelenportefeuilles van de Belgische particulieren. In 2005, bijvoorbeeld, gaf het openbaar bod op de aandelen van Electrabel door Suez aanleiding tot de overdracht van Belgische aandelen in ruil voor buitenlandse aandelen. Dergelijke herschikkingen, die ook werden opgetekend bij de aandelen Petrofina en Total in 1999, hebben onmiskenbaar bijgedragen tot de versterking van de positie van de buitenlandse waarden in de portefeuilles van de Belgische huishoudens. Ze weerspiegelen echter een reëel streven naar internationale portefeuillediversifiëring uit hoofde van de particulieren, aangezien deze laatste hun buitenlands geworden posities niet op grote schaal hebben verkocht om ze opnieuw in Belgische aandelen te beleggen.

c) Verzekeringstechnische voorzieningen

De financiële rekeningen geven slechts een gedeeltelijk beeld van de intekening op verzekeringstechnische voorzieningen in het buitenland. Bij gebrek aan informatie worden momenteel immers alleen de transacties met in Luxemburg gevestigde maatschappijen geregistreerd, aan de hand van de gegevens van het *Commissariat luxembourgeois aux assurances*. Hoe dan ook lijkt de vorming van verzekeringstechnische voorzieningen in het buitenland zeer beperkt te blijven ten opzichte van de premies die, vaak onder een fiscaal gunstregime, worden gestort bij in België gevestigde en door de CBFA gecontroleerde maatschappijen.

Interessant is dat zowel de in België als de in Luxemburg aangelegde voorzieningen tijdens de afgelopen tien jaar zijn toegenomen. De beleggingen in verzekeringsproducten lijken dus ontsnapt te zijn aan de portefeuilleherschikkingen van het type «België versus de rest van de wereld» die bij de rentedragende activa alsook bij de aandelen en deelbewijzen van aandelen-ICB's werden opgetekend, weliswaar in tegengestelde richtingen. Ook de scherpe daling die ultimo 2006 een einde maakte aan deze opwaartse tendens, kwam zowel bij de Belgische als bij de buitenlandse beleggingen in verzekeringsproducten tot uiting. Deze daling hield verband met de invoering, op 1 januari 2006, van een belasting van 1,1 pct. op de premies voor individuele levensverzekeringspolissen. Hoewel de huishoudens ten dele op deze maatregel hadden geanticipeerd, door aan het einde van het voorgaande jaar stortingen te verrichten die aanvankelijk voor 2006 waren gepland, leken vele spaarders er de voorkeur aan te geven hun spaargelden te beleggen in alternatieve financiële producten.

2.2 Niet-financiële vennootschappen

2.2.1 Overzicht

Het uitstaande bedrag van de verplichtingen van de Belgische ondernemingen in het buitenland is tijdens het vorige decennium fors gestegen, van 130 miljard euro eind 1997 tot 536 miljard eind 2007. Eind 2007 bestonden deze verplichtingen voor ongeveer drie vierde uit aandelen.

In absolute waarde beliepen de bruto externe tegoeden van de Belgische ondernemingen eind 2007 444,7 miljard euro, tegen 101,5 miljard 1997. Eind 2007 bestonden

TABEL 4 FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN IN HET BUITENLAND: UITSPILSING PER INSTRUMENT
(uitstaand bedrag per einde periode)

	1997			2007		
	miljarden euro's	pct. van het totaal	pct. van het bbp	miljarden euro's	pct. van het totaal	pct. van het bbp
Aandelen	74,0	57,0	33,5	404,9	75,5	122,2
Niet-bancaire kredieten	32,5	25,0	14,7	56,2	10,5	16,9
Bancaire kredieten	10,8	8,3	4,9	50,9	9,5	15,4
Vastrentende effecten	3,6	2,8	1,6	24,0	4,5	7,2
Overige ⁽¹⁾	9,0	7,0	4,1	0,0	0,0	0,0
Totaal	130,0	100,0	58,8	536,0	100,0	161,7

Bron: NBB.

(1) Deze rubriek bevat de vergissingen en weglatingen uit de financiële rekening van België met de rest van de wereld.

TABEL 5 FINANCIËLE ACTIVA VAN BELGISCHE ONDERNEMINGEN IN HET BUITENLAND: UITSPLITSING PER INSTRUMENT
(uitstaand bedrag per einde periode)

	1997			2007		
	miljarden euro's	pct. van het totaal	pct. van het bbp	miljarden euro's	pct. van het totaal	pct. van het bbp
Aandelen	46,5	45,8	21,0	205,7	46,3	62,1
Niet-bancaire kredieten	23,5	23,1	10,6	169,9	38,2	51,2
Bancaire kredieten	6,2	6,1	2,8	36,1	8,1	10,9
Vastrentende effecten	1,2	1,2	0,5	7,6	1,7	2,3
Overige ⁽¹⁾	24,2	23,8	10,9	25,4	5,7	7,7
Totaal	101,5	100,0	45,9	444,7	100,0	134,2

Bron: NBB.

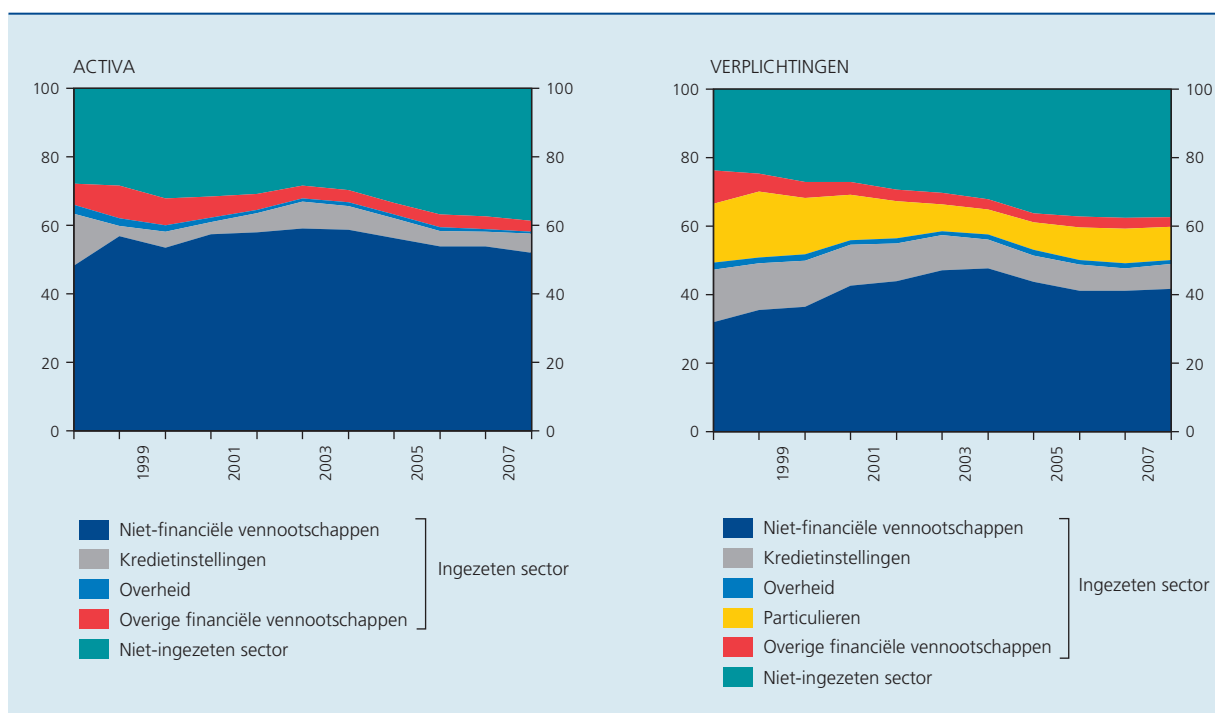
(1) Deze rubriek bevat de vergissingen en weglatingen uit de financiële rekening van België met de rest van de wereld.

de activa van de niet-financiële vennootschappen in het buitenland voor 46 pct. uit aandelen en voor 38 pct. uit vorderingen tussen ondernemingen.

Het aandeel van de niet-ingezeten sector in de totale verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen

is de laatste tien jaar dan ook gestegen van 24 tot meer dan 37 pct. Deze stijging leidde tot een inkrimping van het aandeel van de ingezeten sectoren, met name dat van de financiële sector (bestaande uit de kredietinstellingen en de overige financiële vennootschappen), dat gedaald is van 25 tot 10 pct. van het totaal, en dat van

GRAFIEK 8 FINANCIËLE ACTIVA EN VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN: OPSPLITSING NAAR TEGENPARTIJ
(eindekwartaalgegevens, procenten van het totale uitstaande bedrag)



Bron: NBB.

de huishoudens, dat teruggelopen is van 17 tot 10 pct. van het totaal. Dit weerspiegelt, enerzijds, de zwakke groei van 2001 tot 2005 – zelfs inkrimping van 2002 tot 2004 – van de kredietverlening door de Belgische banken aan de ingezeten ondernemingen, en, anderzijds, de opeenvolging van negatieve prijseffecten die door de Belgische huishoudens werden opgetekend op hun aandelenportefeuille van Belgische ondernemingen, meer in het bijzonder van 2000 tot 2003.

Ook op de actiefzijde van de balans van de Belgische ondernemingen is het aandeel van het buitenland gegroeid in vergelijking tot de andere tegenpartijen, namelijk van 28 tot 39 pct. van het totaal tussen 1997 en 2007. Ook hier werd de meest significante daling opgetekend bij het relatieve aandeel van de ingezeten financiële sector, dat terugliep van 27 tot 12 pct. van het totaal.

Opgemerkt zij, tot slot, dat de financiële banden tussen Belgische ondernemingen, van hun kant, de afgelopen tien jaren zijn versterkt. Het betreft hoofdzakelijk banden tussen aanverwante ondernemingen, deel uitmakend van dezelfde groep, die volledig worden geregistreerd in de door de Bank opgestelde niet-geconsolideerde financiële rekeningen. Zo had naar schatting 42 pct. van de verplichtingen van de Belgische ondernemingen op 31 december 2007 een andere ingezeten niet-financiële vennootschap als tegenpartij (tegen 32 pct. eind 1997), terwijl die verhouding 52 pct. beliep wat hun financiële activa betreft (tegen 48 pct. eind 1997).

De netto externe positie van de Belgische ondernemingen, is aldus tussen 2001 en 2004 regelmatig verder verslechterd, en heeft zich nadien gestabiliseerd. Op 31 december 2007 beliep ze 91 miljard euro, of 28 pct. van het bbp, tegen 28 miljard, of 13 pct. bbp tien jaar eerder.

2.2.2 Directe investeringen en leningen tussen ondernemingen: de rol van de coördinatiecentra

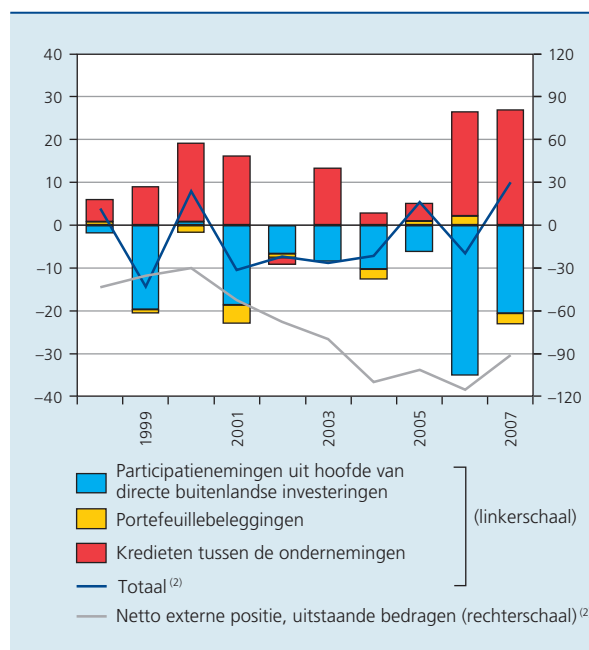
Zoals uiteengezet in punt 1.3, is de ontwikkeling van de in uitstaande bedragen uitgedrukte netto externe positie het resultaat van de accumulatie van de netto financiële stromen en mogelijke prijseffecten. Tijdens het afgelopen decennium lag, met uitzondering van de jaren 1998, 2000 en 2005, de waarde van de nieuwe verplichtingen systematisch hoger dan die van de nieuwe op het buitenland gevormde activa. Er werd met andere woorden over het algemeen een netto-invoer van kapitaal opgetekend, die ten grondslag lag aan de regelmatige stijging van de netto internationale schuldbestand van de Belgische ondernemingen.

Uit de uitsplitsing naar instrument van de financiële stromen ten opzichte van het buitenland blijkt dat de netto externe verplichtingen vooral de vorm aannemen van participatienemingen uit hoofde van directe buitenlandse investeringen (DBI), terwijl binnen de netto buitenlandse tegoeden de kredieten tussen de ondernemingen een belangrijke rol spelen. Deze situatie kan gedeeltelijk worden verklaard door de aanwezigheid van de coördinatiecentra in ons land. Het bijzonder aantrekkelijke fiscale statuut van deze centra wordt echter geleidelijk teruggeschroefd.

Ter herinnering, krachtens een fiscaal gunstregime oefenden de in België gevestigde coördinatiecentra doorgaans de functie van « interne bankier » uit binnen een multinationale groep. De ondernemingen namen participaties in hun coördinatiecentrum en ontvingen daar belastingvrije dividenden op. Wanneer ze behoefte hadden aan vers geld, gingen ze een lening aan bij het centrum, waarvan de rentebetalingen aftrekbaar waren als kosten. Uit interne ramingen van de Bank voor de periode 1995-2005

GRAFIEK 9 BELANGRIJKSTE NIET-BANCAIRE TRANSACTIES DIE EEN INVLOED HEBBEN OP DE NETTO EXTERNE POSITIE VAN DE ONDERNEMINGEN

(nettostromen ⁽¹⁾, miljarden euro's, tenzij anders vermeld)



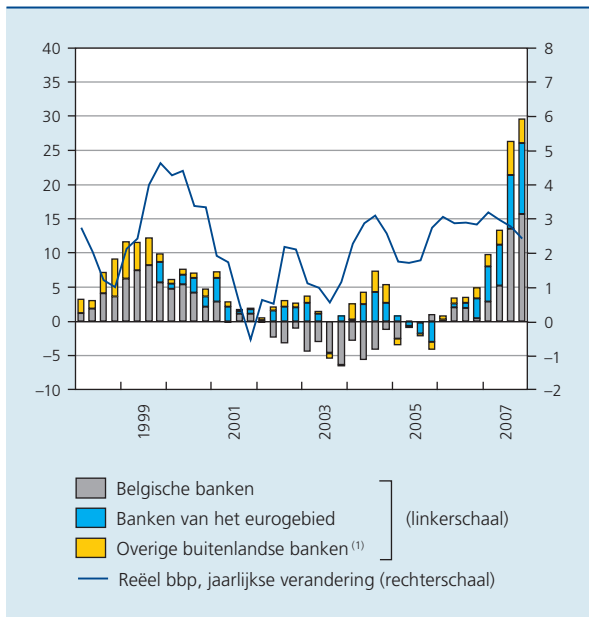
Bron: NBB.

- (1) Een positieve waarde stemt overeen met de vorming van een netto extern tegoed als gevolg van een kapitaaluitstroom. Een negatieve waarde stemt overeen met een netto externe verplichting en geeft aanleiding tot een kapitaalinstroom.
- (2) De lijnen Totaal en Netto externe positie omvatten het geheel van de transacties met het buitenland, en niet enkel de hier gespecificeerde. In voorkomend geval omvatten ze ook de transacties tussen Belgische ondernemingen en buitenlandse banken (kredieten en deposito's), alsook de emissies van vastrentende effecten door Belgische ondernemingen waarop in het buitenland wordt ingetekend.

GRAFIEK 10

BANCAIRE KREDIETVERLENING AAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN, GEOGRAFISCHE OPSPLITSING VAN DE KREDIETVERSTREKKERS EN CONJUNCTUURVERLOOP

(bijdrage tot de jaarlijkse groei van de bancaire kredietverlening, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB.

(1) Tot het derde kwartaal van 1999 omvatten de door de « overige buitenlandse banken » verstrekte kredieten tevens de door de banken van het eurogebied verstrekte kredieten.

blijkt dat de financiële stromen die via de coördinatiecentra werden doorgesluisd, ongeveer 33 pct. uitmaakten van de directe investeringen van het buitenland in België en 36 pct. van de directe investeringen van België in het buitenland.

Er zij aan herinnerd dat, behalve de geldstromen via de coördinatiecentra, tijdens het afgelopen decennium intense participatienemingen tussen Belgische en buitenlandse ondernemingen werden opgetekend in het kader van fusies en overnames. Aangezien daarbij vaak grote Belgische ondernemingen werden overgenomen door Europese (vaak Franse) multinationals, gingen deze transacties gepaard met een instroom van DBI en hebben ze bijgedragen tot de verslechtering van de netto externe positie van de betrokken Belgische vennootschappen, die in handen kwamen van buitenlandse aandeelhouders. Het valt niet uit te sluiten dat wanneer de fusie of overname is afgerond, de buitenlandse onderneming die voortaan de controle heeft over de Belgische vennootschap, kapitaal blijft injecteren in deze laatste en haar eventuele dochterondernemingen. Dit geeft aanleiding tot een extra instroom van DBI en verslechtert de netto externe positie van de ondernemingen nog verder.

2.2.3 De groeiende rol van de banktransacties met de rest van de wereld

Tot slot is de netto externe positie van de ondernemingen tevens afhankelijk van de kredieten die hun worden verstrekt door buitenlandse banken, evenals van de vorming van eventuele deposito's bij diezelfde banken. De Belgische ondernemingen hebben tijdens het afgelopen decennium steeds vaker een beroep gedaan op de buitenlandse banken om hun financieringsbehoefte te dekken. Zo hebben de buitenlandse banken van 1998 tot 2007 het equivalent van 51 miljard euro aan nieuwe bankkredieten verstrekt aan de Belgische ondernemingen, terwijl de Belgische banken er voor (slechts) 36 miljard hebben toegekend. Van 2002 tot 2004 heeft de inbreng van middelen door de buitenlandse banken (9,6 miljard euro) in de Belgische ondernemingen de daling van de door de Belgische banken verstrekte kredieten met 10 miljard nagenoeg gecompenseerd. Hierdoor is het aandeel van de buitenlandse kredietverstrekkers in het totale uitstaande bedrag aan bankvorderingen ten aanzien van de Belgische ondernemingen gestegen van 12 pct. eind 1997 tot 35 pct. eind 2007.

De toenemende internationalisering van de ondernemingen, de fusies en overnames, de afschaffing van de belemmeringen voor het vrije verkeer van diensten en de invoering van de euro behoren tot de belangrijkste factoren die tot deze ontwikkeling hebben bijgedragen. De in de rest van het eurogebied gevestigde banken waren immers de belangrijkste verstrekkers van krediet aan de Belgische ondernemingen: ze waren goed voor ongeveer 2/3de van de van het buitenland afkomstige bankkredieten. Bovendien dient erop te worden gewezen dat de internationalisering van de bankdiensten waarschijnlijk nog meer doorgedreven is dan uit deze cijfers blijkt, aangezien de leningen die door dochterondernemingen van op het Belgische grondgebied gevestigde buitenlandse banken aan ingezetene ondernemingen worden toegekend, worden beschouwd als transacties tussen ingezetenen. Uit punt 1.2 blijkt overigens dat de Belgische banken, van hun kant, in de loop van het afgelopen decennium eveneens blij hebben gegeven van een wil tot diversificatie en uitbreiding van de transacties over de grenzen van de nationale markt heen.

2.3 Overheid

Eind 2007 beliepen de bruto financiële verplichtingen van de overheid 337 miljard euro (dat is 101,7 pct. bbp). De twee belangrijkste houders van de Belgische overheidsschuld zijn de ingezetene financiële instellingen, ten belope van 116,3 miljard euro, en de rest van de wereld, voor een

totaal van 155,4 miljard euro. Hun relatieve aandeel heeft de afgelopen tien jaar evenwel een sterke ontwikkeling ondergaan. De financiële activa van de rest van de wereld op de Belgische overheid (voor het overgrote deel, d.w.z. voor meer dan 95 pct., door de Belgische Staat uitgegeven effecten) werden eind 1997 geraamd op 61,4 miljard euro, en zijn sinds 1999 geleidelijk toegenomen. Die ontwikkeling heeft zich voorgedaan ten nadele van de Belgische kredietinstellingen.

Eind 2007 werd 46 pct. van de Belgische overheidsschuld aangehouden door de rest van de wereld, 35 pct. door de ingezeten financiële vennootschappen, 13 pct. door de overheid, 4 pct. door de particulieren en 2 pct. door de ingezeten niet-financiële vennootschappen.

In vergelijking hiermee zijn de door de Belgische overheid op het buitenland aangehouden financiële activa zeer bescheiden in omvang. Tegen het einde van het jaar wordt de overheid immers aangespoord⁽¹⁾ om haar langlopende activa te beleggen in Belgische overheidseffecten en haar kortlopende activa op een schatkistrekening te plaatsen die op naam van de Schatkist is geopend bij de Nationale Bank, zodat de geconsolideerde brutoschuld van België zo laag mogelijk uitvalt, en aldus makkelijker

kan worden voldaan aan de Maastricht-doelstellingen inzake overheidsschuld.

De activa van de Belgische overheid op het buitenland waren eind 2007 goed voor 3,1 miljard euro. Ze waren voornamelijk samengesteld uit leningen van Staat tot Staat, beleggingen van de plaatselijke overheden in deelbewijzen van ICB's, en vorderingen op de Europese Unie.

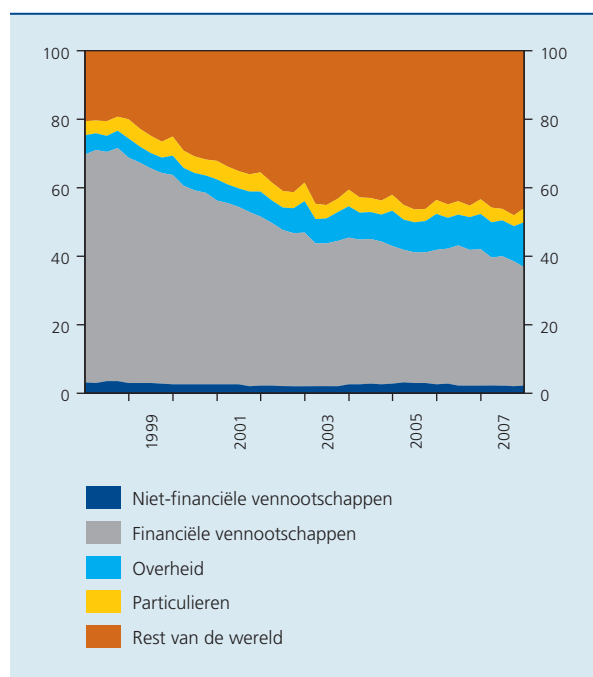
Wat de financiële verplichtingen van de Belgische overheid betreft, is de federale administratie verantwoordelijk voor 99,1 pct. van de in het buitenland aangehouden overheidsschuld, zijnde 154 miljard euro. De schuld van de gewesten en gemeenschappen ten opzichte van het buitenland is zeer beperkt, en vertegenwoordigde eind 2007 slechts 1,4 miljard euro. De plaatselijke overheden en de sociale-zekerheidsadministratie hadden in diezelfde periode geen enkele financiële verplichting tegenover de rest van de wereld.

Verder dient herinnerd dat de overheidsschuld voornamelijk samengesteld is uit effecten, lineaire obligaties (OLO's) en schatkistcertificaten. Een aantal kredieten wordt eveneens geboekt.

Het aandeel van de effecten van de Belgische overheidsschuld in het buitenland aangehouden is de laatste jaren steeds groter geworden. Terwijl het percentage van de in het buitenland aangehouden OLO's begin 1999 ongeveer 20 pct. bedroeg, beliep het eind 2007 nagenoeg 55 pct. Het aandeel van de door de rest van de wereld aangehouden schatkistcertificaten heeft eveneens een opwaartse trend gevolgd, en is gestegen van 42 pct. begin 1999 tot nagenoeg 77 pct. eind 2007. Die situatie weerspiegelt de sterke vraag vanuit het buitenland, veroorzaakt door de relatieve schaarste aan kortlopende overheidseffecten in euro die van de ratingbureaus een goede beoordeling hebben gekregen.

Die ontwikkeling vraagt om enige toelichtingen. Vooreerst heeft de Schatkist sinds een aantal jaren een strategie uitgewerkt die een efficiënter beheer van de staatsschuld beoogt. Die strategie is onder meer ingegeven door een wil tot diversifiëring van de schuldefecten, teneinde de liquiditeit van de ten behoeve van de professionele beleggers uitgegeven waarden (OLO's en schatkistcertificaten) te verzekeren. Om die liquiditeit te waarborgen, heeft de Schatkist contracten afgesloten met *primary dealers* en *recognized dealers* die belast zijn met het promoten van de effecten van de Belgische overheidsschuld en met het animeren van de primaire

GRAFIEK 11 FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE OVERHEID: OPSPLITSING NAAR TEGENPARTIJ
(eindekwartaalgegevens, procenten van het totale uitstaande bedrag)



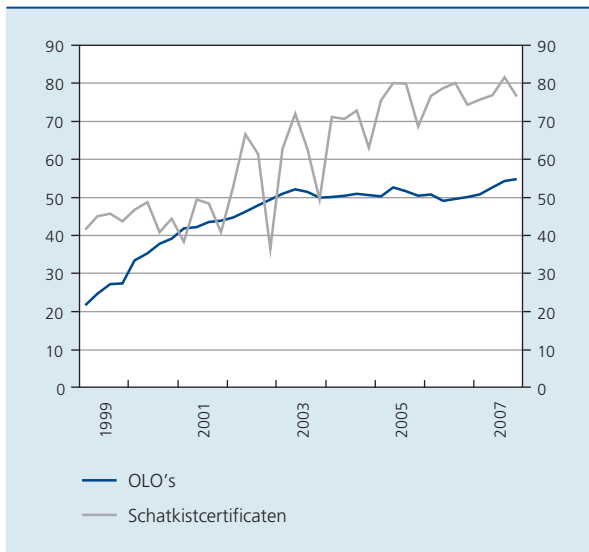
Bron : NBB.

(1) Koninklijk Besluit van 15 juli 1997 houdende maatregelen tot consolidatie van de financiële activa van de overheid (B.S. van 25 juli 1997).

GRAFIEK 12

IN HET BUITENLAND AANGEHOUDEN AANDEEL VAN DE OLO'S EN VAN DE SCHATKISTCERTIFICATEN UITGEGEVEN DOOR DE BELGISCHE STAAT

(eindekwartaalgegevens, procenten van het totaal)



Bron: NBB.

en secundaire markten (voor meer bijzonderheden, zie het Jaarverslag 2007 van de NBB, kader 16). Een betere liquiditeit van de effecten heeft inderdaad een positieve invloed op de prijszetting van de financiële instrumenten en, bijgevolg, ook op de kosten van de schuld.

Vervolgens valt uit een en ander ook op te maken dat de belangstelling van de buitenlandse beleggers voor de effecten van de Belgische schuld zich de afgelopen jaren heeft gehandhaafd, onder meer dank zij de voortzetting van een relatief gezond beleid inzake overheidsfinanciën, hetgeen de ratingbureaus ertoe heeft gebracht de beoordeling van de effecten van de Belgische overheidsschuld te verhogen.

Besluit

Het open karakter van de Belgische economie uit zich ook in haar financiële betrekkingen met het buitenland. Eind 2007 beliepen de netto buitenlandse tegoeden van België 44,4 pct. van het bbp.

Het voorbije decennium is het Belgische netto financiële actief duidelijk toegenomen en dit tegen een achtergrond van de overgang naar de gemeenschappelijke munt en de voortschrijdende financiële integratie en globalisering. De mate waarin de verschillende niet-financiële sectoren

hebben ingespeeld op deze ontwikkelingen, hangt sterk af van sector tot sector.

De overheid is de sector die het aandeel van de rest van de wereld in zijn totale schuld het sterkst heeft zien toenemen: nl van bijna 20 pct. eind 1997 tot zo'n 46 pct. eind 2007. Bij de invoering van de euro in de financiële markten was het voor de Schatkist absoluut noodzakelijk haar investeringsbasis te diversifiëren. Door een gepaste spreiding van het korps *primary dealers* en *recognized dealers* is ze daar dus goed in geslaagd.

De niet-financiële vennootschappen die traditioneel zeer nauwe internationale financiële contacten onderhouden, hebben het aandeel van de rest van de wereld in hun financiële transacties nog gestaag zien toenemen: voor de verplichtingen van 24 pct. eind 1997 tot meer dan 37 pct. eind 2007; voor de tegoeden van 28 pct. tot 39 pct. Deze grootteordes worden echter systematisch sterk opwaarts beïnvloed door de Belgische coördinatiecentra die als financiële tussenpersoon fungeren voor de multinationale groep waarvan ze deel uitmaken. De uitwisseling van participaties tussen Belgische en buitenlandse vennootschappen, een gevolg van de bewegingen in de fusie- en overnameactiviteiten, bleek tijdens het afgelopen decennium intens te zijn; zij droeg tevens bij tot de groei van de directe investeringen tussen België en de rest van de wereld. Er zij ook beklemtoond dat de buitenlandse banken en, meer in het bijzonder, de in het eurogebied gevestigde, een toenemend volume kredieten toekennen aan de Belgische ondernemingen.

In de portefeuille van de Belgische particulieren loopt het aandeel van de buitenlandse activa terug van 30 pct. eind 1997 tot 17 pct. eind 2007. De invoering op 1 juli 2005 van de Europese spaarrichtlijn is daar uiteraard niet vreemd aan: hierdoor was het immers niet langer mogelijk voor Belgische particulieren de belasting op roerende inkomsten op rentedragende activa in het buitenland te ontlopen, wat uiteindelijk tot de repatriëring van die activa heeft geleid. Bij de niet-rentedragende activa nemen buitenlandse activa daarentegen wel toe. Vermelden we tenslotte nog dat het aandeel van het buitenland in de verplichtingen van de particulieren verwaarloosbaar is.