

Conjuncturele en structurele aspecten van het investeringsgedrag

DR. J.J. VAN DUIJN*

Of de lichte economische opleving van 1983 zal doorzetten of in 1984 weer verflauwt, waarna ons in 1985 en 1986 een nieuwe ernstige recessie te wachten zou staan, zal in belangrijke mate afhangen van het investeringsverloop. Vooral het aantrekken van de investeringen in vaste activa is in de huidige conjunctuurfase cruciaal voor het bestendigen van de economische groei. Of de investeringen inderdaad zullen toenemen, zal afhangen van een groot aantal factoren, zoals afzetverwachtingen, het vertrouwen van investeerders in de toekomst, de rentestand, de cash-flow en de kostenontwikkeling van de verschillende produktiefactoren. In dit artikel analyseert de auteur de investeringsontwikkeling in de afgelopen decennia en probeert hij vooruit te kijken naar de nabije toekomst. Daarbij geeft hij blijk van een voorzichtig optimisme omdat langzamerhand aan verschillende belangrijke voorwaarden voor investeringsherstel is voldaan.

Inleiding

Investeringsvormen komen in vele vormen voor: men kan investeren in voorraden, in machines en uitrustingsstukken, in gebouwen en installaties, in woningen en in infrastructurele werken. Het onderscheid tussen deze verschillende categorieën is gelegen in de vorm van de investeringsgoederen, maar ook in de duurzaamheid ervan. Investeringsvormen in voorraden zijn de minst duurzame, investeringen in infrastructuur de meest duurzame categorie. Als gevolg van dit verschil in levensduur zal ook het cyclisch en structureel verloop van de onderscheiden investeringsvormen verschillend zijn.

In de economische literatuur die over conjuncturele bewegingen handelt, worden de verschillende investeringsvormen wel in verband gebracht met de cycli die met grotere of geringere regelmaat in het economische leven worden waargenomen. Zo wordt de korte conjunctuurgolf, de „business cycle” van deze eeuw, verklaard door fluctuaties in voorraadinvesteringen. De 7- tot 11-jarige Juglar, de „business cycle” van de negentiende eeuw, wordt in verband gebracht met fluctuaties in investeringen in machines en outillage. Dan is er nog de z.g. Kuznets-cyclus of bouwcyclus, die geassocieerd wordt met investeringen in woningen en gebouwen. En als laatste in de rij is er de lange golf of Kondratieff-cyclus, die onder meer verklaard wordt uit fluctuaties in infrastructurele investeringen.

Om de associaties tussen investeringsgedrag en cyclische patronen op hun houdbaarheid te toetsen, zijn data nodig – liefst lange tijdreeksen, waarin de tijdseenheid niet in jaren, doch in kwartalen wordt gemeten. Wat betreft de lengte van de tijdreeksen zijn wij in Nederland niet verwend: de investeringsreeksen gaan, op kwartaalbasis, niet verder terug dan 1957. Een analyse van de cyclische en structurele aspecten van het investeringsgedrag zal zich dus moeten beperken tot de periode 1957-1983. Willen we het structurele in het investeringsgedrag nader onderzoeken, dan zullen we onze toevlucht moeten nemen tot jaarcijfers, die zover teruggaan als er nationale rekeningen zijn.

In de onderhavige analyse is vooral de periode 1957-1983 in beschouwing genomen, met alle beperkingen die dit verder inhoudt. Gebruik is met name gemaakt van een zeer welkome aanvulling welke De Nederlandsche Bank enige jaren geleden op ons nationale-rekeningenstelsel heeft gemaakt 1). De Nederlandsche Bank heeft toen de macro-economische middelen en bestedingen over de periode 1957 t/m 1980 op kwartaalbasis uitgedrukt, daarbij de investeringen opsplitsend in investeringen in voorra-

den, in woningen, in overige vaste activa van bedrijven en in overheidsinvesteringen. Door de data aan te vullen met de kwartaalgegevens van het CBS over de jaren na 1980 wordt een duidelijk beeld verkregen van het investeringsverloop over een periode, welke zes korte conjunctuurgolven bestrijkt. Daarbij geldt als additioneel voordeel van de gegevens van De Nederlandsche Bank, dat deze voor seizoensinvloeden gecorrigeerd zijn.

In het onderstaande wordt weliswaar de meeste aandacht gewijd aan het verloop en de verklaring van de investeringen in vaste activa van bedrijven, exclusief woningen; als referentiekader wordt echter de korte conjunctuurgolf gehanteerd. Vandaar dat deze eerst kort wordt besproken. Verder wordt aandacht besteed aan de overheidsinvesteringen en de investeringen in woningen, vooral omdat deze inzicht geven in structurele, of misschien beter gezegd, lang-cyclische tendenzen in onze economie.

De voorraadinvesteringen

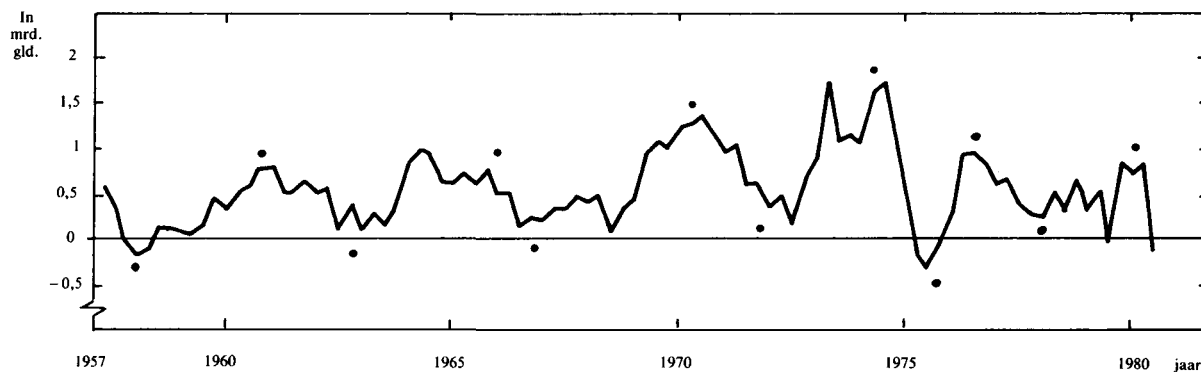
Figuur 1 geeft het verloop van de voorraadinvesteringen in ons land weer. Om de vaak sterke schommelingen – ook na seizoenscorrectie – in de voorraadmutaties wat af te vlakken zijn 3-kwartaals voortschrijdende gemiddelden genomen. De dan resulterende figuur geeft een duidelijk cyclisch verloop te zien. Slechts in twee gevallen zijn de conjunctuuromslagen wat moeilijker te traceren. Het eerste betreft de cyclus van het midden van de jaren zestig. In deze jaren die door hoge groeivoeten van het bruto nationaal produkt werden gekenmerkt, valt alleen 1966 „uit de toon” met een groei van 2½%. De daling in de voorraadinvesteringen tussen 1966-I en 1966-IV is dan ook als dalende fase van de voorraadinvesteringscyclus genomen. De vergelijking met de omslagpunten in de industriële-produktiecyclus in tabel 1 laat echter zien dat de correspondentie tussen beide cycli in deze periode gebrekkig is. Dit komt mede door de groei zelf, die in deze jaren zo krachtig was dat de toch bestaande conjunctuurbewegingen minder geprononceerd waren.

Een tweede moeilijker te duiden situatie betreft de tweede helft van de jaren zeventig. Na de zomer van 1976 trad een duide-

* De auteur is directeur beleggingsresearch bij de Robeco Groep in Rotterdam.

1) De Nederlandsche Bank NV, *Kwartaalconfrontatie van middelen en bestedingen 1957-1980*, augustus 1982.

Figuur 1. De voorraadinvesteringscyclus 1957-1980, seizoengecorrigeerd, 3-kwartaals voortschrijdende gemiddelden



lijke vertraging van de groei op. Zonder dat er sprake was van een produktiedaling, kan de stagnatie van de industriële produktie, in combinatie met een daling in de voorraadinvesteringen, mijns inziens toch worden geïnterpreteerd als een neergaande fase van de voorraadinvesteringscyclus. Tussen 1978 en 1980 trokken produktie en voorraadinvesteringen weer aan.

De gemiddelde lengte van de zes conjunctuurcycli tussen 1958 en 1983 bedraagt iets meer dan 4 jaar (van dal tot dal), bij een kortste cyclus van 2½ jaar en een langste van 5 jaar. Het opmerkelijkst in tabel 1 is echter dat de expansiefasen na 1975 korter zijn geworden en de contractiefasen langer. Wat betreft de expansiefasen komt dit door mijn interpretatie van 1976-III tot en met 1978-I als een „downturn”; het langer worden van de contractiefasen is het gevolg van de ongewoon lange recessie van 1980-1982.

De overgang van cycli met „lange” expansiefasen en „korte” contracties naar cycli waarin de expansies korter zijn dan de contracties, wordt wel gezien als kenmerkend voor de overgang van een opgaande lange golf naar een neergaande. De recessie van 1974/1975 vormt dan het omslagpunt. Met die recessie is ook de (tijdelijke) afsluiting gekomen van een periode van groeicycli, d.w.z. van cycli waarvan de neergaande fasen nog steeds een duidelijk positieve economische groei te zien gaven. In 1975 is de klassieke „business cycle” weer actueel geworden: neergaande fasen kunnen daarin gemeten worden in absolute produktiedalingen. De belangrijkste vraag is of het beëindigen van de recessie van 1980-1982 een herstelperiode ingeluid heeft, waarin de korte conjunctuurgolf weer een groeicyclus zal zijn.

De investeringen in vaste activa van bedrijven

De bruto investeringen in vaste activa van bedrijven worden

Tabel 1. De voorraadinvesteringscyclus

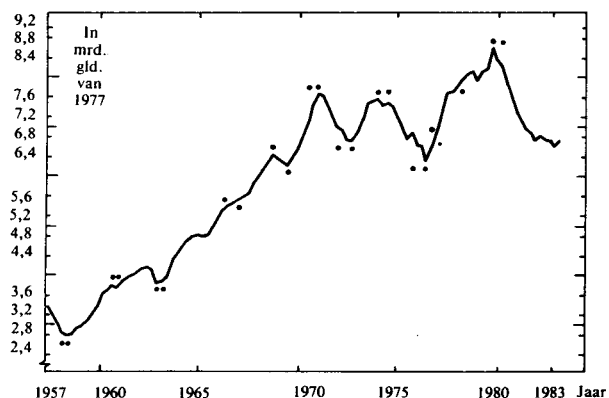
Omslagpunten voorraad-investeringen	Omslagpunten industriële produktie	Lead	Expansiefase (lengte in jaren)	Contractiefase (lengte in jaren)	P-P	T-T
T 1958-I	juli 1958	5				
P 1960-IV	juli 1960	- 4	2½			
T 1962-IV	december 1962	1		2		4¼
P 1966-I	januari 1965	-13	3¼		5¼	
T 1966-IV	juli 1967	8		¾		4
P 1970-II	maart 1970	- 2	3½		4½	
T 1971-IV	december 1971	1		1½		5
P 1974-II	februari 1974	- 3	2½		4	
T 1975-III	juli 1975	- 1		1¼		3¾
P 1976-III	oktober 1976	2	1		2¼	
T 1978-I	februari 1978	0		1½		2½
P 1980-I	maart 1980	1	2		3½	
T 1982-IV ?	november 1982	0		2¼		4¼
Gemid. cycluslengte in 1958-1975			3	1¾		4¾
Gemid. cycluslengte in 1975-1983			1½	2¼		3¾
Gemid. cycluslengte in 1958-1983			2½	1¾		4¾

Toelichting: T = onderste omslagpunt („trough”);
P = bovenste omslagpunt („peak”);
lead = aantal maanden waarmee de omslag in de voorraadinvesteringssyclus vooruitloopt op die in de industriële produktie.

als regel in twee categorieën opgedeeld: woningen en overige vaste activa. Kwantitatief het belangrijkste zijn daarvan de investeringen in overige vaste activa. Grofweg gesproken is de verhouding tussen woningen en overige 1:2. Een probleem met de tijdreeks van overige activa, zoals die in figuur 2 is afgebeeld, is dat deze zowel machines en outillage als gebouwen en installaties omvat. Jaarreeksen laten zien dat het verloop van deze twee componenten van de bedrijfsinvesteringen niet identiek is. Vooral na de piek van 1979 zijn de ontwikkelingen verschillend geweest. De investeringen in outillage zijn in 1982 teruggevallen tot iets onder het peil van 1977; de investeringen in gebouwen daarentegen waren in 1982 terug op het niveau van omstreeks 1965. De scherpe investeringsdaling zoals die uit figuur 2 blijkt, is dan ook vooral een gevolg van de zeer ongunstige ontwikkeling in de investeringen in bedrijfsgebouwen.

In tabel 2 zijn de investeringscycli aangegeven. De omslagpun-

Figuur 2. Bruto investeringen van bedrijven in vaste activa, excl. woningen, 1957-1983, seizoengecorrigeerd, 3-kwartaals voortschrijdende gemiddelden



Tabel 2. Bruto investeringen in vaste activa van bedrijven, excl. woningen

Omslagpunten voorraad-investeringen	Omslagpunten investeringen	Lag investeringen (kwartalen)	Expansiefase lengte in jaren	groei-voet	Contractiefase lengte in jaren	groei-voet	T-T
T 1958-I	T 1958-II	1					
P 1960-IV	P 1960-III	- 1	2¼	15			
T 1962-IV	T 1963-I	1			2½	1	4¼
P 1966-I	P 1968-III	10	5½	10			
T 1966-IV	T 1969-II	10			¾	- 4	6¼
P 1970-II	P 1970-IV	2	1½	15			
T 1971-IV	T 1972-III	3			1¼	- 7	3¾
P 1974-II	P 1974-IV	- 2	1¼	10			
T 1975-III	T 1976-II	3			2½	- 7	3¾
P 1976-III							
T 1978-I							
P 1980-I	P 1979-III	- 2	3¼	10			
T 1982-IV	T 1982-IV ?	0			3¼	- 8	6½
Gemiddelde cycluslengte in 1958-1983			2¾		2¼		4¾

ten zijn bepaald als afwijkingen van de trendmatige groei, waar- bij het jaar 1970 als een breukpunt is gehanteerd. Van 1957 tot en met 1970 bedroeg de trendmatige groeivoet 7% per jaar; vanaf 1970 is zij slechts ¼%. In opgaande fasen van de investeringscyclus is de groeivoet steeds 10% of meer geweest; in de neergaande fasen echter zijn de groeivoeten steeds sterker negatief geworden. Bovendien zijn die neergaande fasen steeds langer gaan duren.

Men kan de dramatische verslechtering van de investerings- groei ook nog op een andere manier illustreren (zie tabel 3): in de jaren tot en met 1970 groeiden de bedrijfsinvesteringen harder dan het bruto nationaal produkt; daarna groeiden zij langzamer. Na 1970 is de jaar-op-jaar verandering van de bedrijfsin- vesteringen in negen gevallen geringer geweest dan die van het bruto nationaal produkt; slechts driemaal (in 1973, 1977 en 1978) was zij groter. Toen de economische groei hoog was, was de investeringsgroei nog hoger. Toen de economische groei gering was, was de investeringsgroei nog geringer. Er is natuurlijk sprake van een wederzijdse beïnvloeding: een groeiend investe- ringsvolume bevordert de groei van het bnp; een groeiend bnp heeft invloed op het investeringsvolume. Maar in de periode 1970-1974 was de investeringsgroei al sterk aan het afnemen, ter- wijl de economie als geheel nog fors expandeerde.

Hoe valt dit te verklaren? In de conjunctuurliteratuur zijn de investeringen een „lagging indicator”. Ze zouden dus pas moeten afnemen ná een vertraging in de macro-economische groei. Maar dat is niet de juiste interpretatie. Investeringen slaan dan wel later om in de korte cyclus, maar op de langere termijn spe- len ze een „leading role”. Ze worden gedragen door de verhou- ding tussen gewenste en beschikbare kapitaalgoederenvoorraad. De lange hausse van de naoorlogse periode kwam mede ten einde toen de gewenste en de beschikbare kapitaalgoederenvoorraad van onze economie meer met elkaar in overeenstemming waren gebracht. Gezien de groeiverschillen tussen het bruto nationaal produkt en de bedrijfsinvesteringen (zie wederom tabel 3) was het onvermijdelijk dat de investeringsgroei eens zou vertragen. Een investeringsgroei die over een periode van 22 jaar bijna 2% per jaar hoger ligt dan de bnp-groei (bijna 6½% tegenover 4½%), past niet in een model van evenwichtige groei, tenzij er sprake is van een stijgende kapitaalcoëfficiënt, dus van een da- lende kapitaalproductiviteit.

Ik zou de naoorlogse ontwikkeling van bnp en investeringen liever willen verklaren vanuit een multiplier-acceleratormodel, waarbij in de lange opgaande fase de Nederlandse industriële infrastructuur gebracht werd op een peil dat bij de rond 1970 ver- wachte groei een verdere inhaalbeweging overbodig maakte. In dat beeld past ook de constatering dat de investeringsterugslag het sterkst was voor de meest duurzame kapitaalgoederen. De output van die kapitaalgoederen waarvan de voorraad het moei- lijkst door „fine-tuning” valt te reguleren, is ook de output die na 1970 de sterkste dalingen heeft vertoond: investeringen in wo- ningen, in bedrijfsgebouwen en overheidsinvesteringen (waar- onder natuurlijk weg- en waterbouw). De terugval is het geringst geweest in de investeringen in machines en uitrustingsstukken. Deze moeten sneller vervangen worden; de vervangingsvraag, en de grotere rol die technologische verandering bij dit type investe- ringen speelt, houdt de vraag op peil.

Tabel 3. Groei van investeringen en bruto nationaal produkt, gemiddelde jaarlijkse groeivoeten

	Bruto nationaal produkt	Investeringen bedrijven (excl. won.)	Investeringen in woningen	Investeringen van de overheid
1948-1956	4,4	7,1	4,7	5,6
1956-1960	3,5	3,7	1,9	5,6
1960-1970	5,1	7,0	6,4	6,8
1970-1974	4,4	0,6	2,8	-3,7
1974-1980	1,9	1,0	3,5	-1,1
1980-1982	-1,2	-7,4	-8,8	-5,4

Bron: CBS, Nationale Rekeningen.

Investeringen in woningen en overheidsinvesteringen

Behalve de grote structurele veranderingen die de overheidsin- vesteringen en de investeringen in woningen hebben ondergaan, laten beide investeringscomponenten ook cyclische fluctuaties zien. Men zou het vermoeden kunnen hebben dat, voor zover zij cyclisch zijn, beide categorieën een anti-cyclisch patroon verto- nen. De overheid is, direct of indirect immers de beslissingne- mer: zij zou de timing en omvang van haar investeringsuitgaven mede op grond van overwegingen van anti-cyclisch beleid kun- nen baseren. Dit vermoeden blijkt echter onjuist te zijn. Behou- dens enkele kortere perioden waarin wel van een anti-cyclisch patroon sprake is, blijken de overheidsinvesteringen en de in- vesteringen in woningen pro-cyclisch te zijn: zij versterken de conjunctuurcyclus in plaats van deze af te zwakken.

Men kan dit op twee manieren laten zien. In de eerste plaats door de conjunctuurpatronen van investeringen in woningen en overheidsinvesteringen naast die van de voorraadinvesteringen te leggen. Dit is gedaan in de tabellen 4 en 5. Naarmate de „lag” tussen voorraadinvesteringen en investeringen in woningen, resp. overheidsinvesteringen geringer is, is in sterkere mate sprake van een pro-cyclische beweging. In de tweede plaats kan men de groei van investeringen in woningen en overheidsinvestering- en berekenen over de op- en neergaande fasen van de voorraad- investeringscyclus. Een alternerend groeipatroon (hoge groei- voeten in opgaande fasen; lage of negatieve groeivoeten in neer- gaande fasen) kan dan als indicatie dienen van een pro-cyclische fluctuatie.

Het blijkt dat de investeringen in woningen in 1966, 1969 t/m 1971, 1973, 1977 en 1978 tegen de cyclus in bewogen. Voor de overheidsinvesteringen geldt dat deze in 1964 en 1965, in 1969 en 1970, en in 1972 t/m 1975 sterk anti-cyclisch waren.

De fluctuaties in de investeringen in woningen blijken vrij

Tabel 4. Bruto investeringen van bedrijven in woningen

Omslagpunten voorraad- investeringen	Omslagpunten investeringen	Lag investe- ringen (kwar- talen)	Expansiefase		Contractiefase		T-T
			lengte in jaren	groeivoet	lengte in jaren	groeivoet	
T 1958-I	T 1958-II	1					
P 1960-IV	P 1961-I	1	2¼	3½			
T 1962-IV	T 1962-IV	0			1¼	-12½	4½
P 1966-I	P 1969-I	12	6¼	14½			
T 1966-IV	T 1969-IV	12			¾	-10	7
P 1970-II							
T 1971-IV							
P 1974-II	P 1973-I	-5	3¼	11			
T 1975-III	T 1975-I	-2			2	-12½	5¼
P 1976-III	P 1978-I	6	3	?			
T 1978-I	T 1978-IV	3			¾	-19	3¾
P 1980-I	P 1980-I	0	1¼	13½			
T 1982-IV	T 1982-III?	-1			2½	-11	3¾
Gemiddelde cycluslengte in 1958-1983			3¼		1½		4¾

Tabel 5. Bruto investeringen van de overheid

Omslagpunten voorraad- investeringen	Omslagpunten investeringen	Lag investe- ringen (kwar- talen)	Expansiefase		Contractiefase		T-T
			lengte in jaren	groeivoet	lengte in jaren	groeivoet	
T 1958-I	T 1958-I	0					
P 1960-IV	P 1961-I	1	3	11½			
T 1962-IV	T 1963-I	1			2	4	5
P 1966-I	P 1963-IV	-9	¾	39			
T 1966-IV	T 1966-IV	0			3	1½	3¾
	P 1968-III		1¼	14			
	T 1970-II				1¼	-1½	3½
P 1970-II	P 1971-II	4	1	9			
T 1971-IV	T 1974-III	11			3¼	-7	4¾
P 1974-II							
T 1975-III							
P 1976-III	P 1976-I	-2	1½	7			
T 1978-I	T 1978-IV	3			2¾	-8	4¼
P 1980-I	P 1980-I	0	1¼	11			
T 1982-IV	T 1983-II ?	2			3¼	-6	4½
Gemiddelde cycluslengte in 1958-1983			1½		2¾		4¾

sterk te zijn: hoge jaarlijkse groeivoeten, veelal gemeten in dubbele cijfers, in de opgaande fasen, en nog hogere negatieve groeivoeten, allemaal in de dubbele cijfers, in de neergaande fasen. In vergelijking met de investeringen van bedrijven in overige vaste activa blijken deze neerwaartse correcties veel groter te zijn (zie ook figuur 3).

Wat bij de overheidsinvesteringen (figuur 4) natuurlijk het meest opvalt is de structurele beweging omlaag na de piek in 1971. De overheidsinvesteringen bevinden zich nu op het niveau waarop ze in 1963 ook waren. In termen van de lange golf gesproken zijn de overheidsinvesteringen dus een sterk procyclische variabele. Geen enkele component van de nationale bestedingen is zo sterk, en over zo'n lange periode gedaald als juist de investeringen van de overheid. Voor geen enkele investeringscategorie geldt ook dat de opgaande fasen van de korte cycli gemiddeld korter zijn geweest dan de neergaande (tabel 5).

Investeringsverwachtingen

Terwijl het Nederlandse bruto nationale product tussen 1970 en 1983 gemiddeld nog met 2% per jaar toenam, is de groei van de investeringen van bedrijven vrijwel nihil geweest. Een eventueel opgetreden herstel in de tweede helft van 1983 verandert daar niets meer aan. Historisch gezien is een stagnatie van dertien jaar een erge lange, en de vraag is dan ook op welke termijn we een structurele verbetering mogen verwachten.

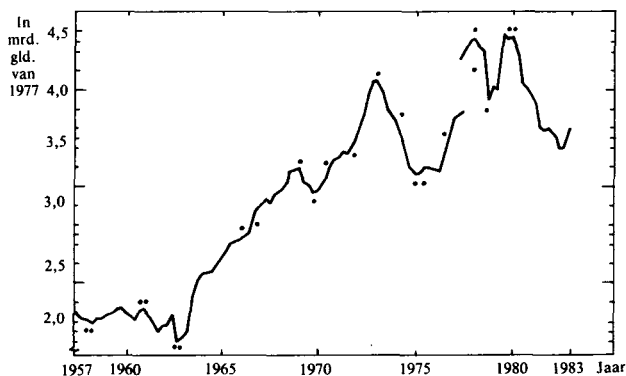
Macro-economisch gezien kunnen er vanaf nu drie scenario's worden gehanteerd:

- 1983 is het eerste jaar geweest van een groeicyclus welke gelijkenissen vertoont met die van vóór 1970: opgaande fasen van zo'n 3 jaar, gevolgd door groeivertragingen van zo'n 1½ jaar;
- de lange stagnatieperiode is nog niet ten einde: 1983 is een korte opleving geweest, waarna de groei in 1984 weer verflauwt en ons in 1985 of 1986 een ernstige recessie te wachten staat;
- de rest van de jaren tachtig zal een herstelperiode zijn, met gemiddeld hogere groei dan in de jaren zeventig, maar lagere dan in de jaren zestig. Te denken valt aan een gemiddelde groei van het bnp van 2½ - 3%. Tijdens recessies zal het bnp nog dalen.

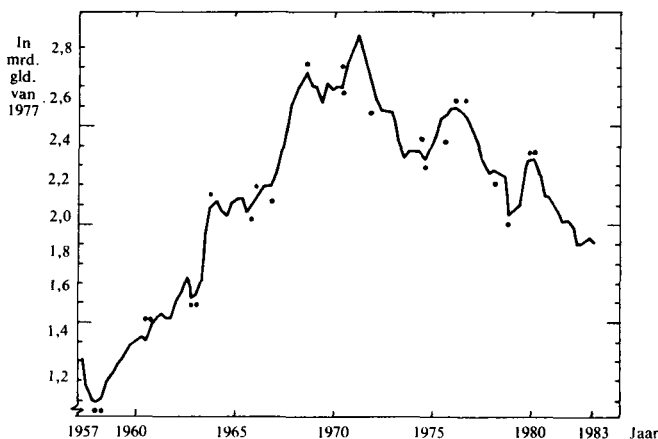
Welk scenario werkelijkheid zal worden, zal in belangrijke mate afhangen van het investeringsverloop zelf. Hier uit zich weer het leidende karakter van de investeringsuitgaven in het langere-termijnperspectief.

Waarvoor zullen die investeringsuitgaven worden bepaald? Eerder is al gewezen op de werking van een „capital-stock adjustment“-mechanisme ter verklaring van het naoorlogs investeringsverloop. Dit leidt tot het hanteren van de bezettingsgraad van de productiecapaciteit als verklarende variabele voor het in-

Figuur 3. Bruto investeringen van bedrijven in woningen 1957-1983, seizoengecorrigeerd, 3-kwartaals voortschrijdende gemiddelden



Figuur 4. Bruto investeringen van de overheid 1957-1983, seizoengecorrigeerd, 3-kwartaals voortschrijdende gemiddelden



vesteringsgedrag. Er zijn echter meer factoren die van invloed zijn op de investeringsuitgaven: de afzetverwachtingen, het algemeen vertrouwen dat investeerders hebben in de toekomst, de rentestand, de cash-flowontwikkeling en de kosten van andere productiefactoren. Niet al deze variabelen hebben een even groot verklaringsgehalte. In hun bekende econometrische studie over investeringsgedrag noemen Panic en Vernon de bezettingsgraad, „business confidence“ en winstgevendheid als de belangrijkste variabelen in de investeringsfunctie 2).

Afgaande op de gemeten bezettingsgraden is het wel begrijpelijk dat investeringsactiviteiten de afgelopen jaren op een laag pitje hebben gestaan. In de VS bij voorbeeld, een land dat toch een krachtig herstel heeft doorgemaakt, ligt de bezettingsgraad in de industrie nog onder de piek die tijdens de kortstondige opleving van juli 1980-juli 1981 werd bereikt, en nog onder het peil waarop normaal gesproken de uitbreidingsinvesteringen gaan aantrekken.

Nu is het probleem met bezettingsgraden dat de totale capaciteit, in de noemer van de breuk die de bezettingsgraad bepaalt, niet altijd meer de rendabele capaciteit weergeeft. Productiecapaciteit kan door technologische veranderingen onrendabel worden. Als zo'n verandering zich in een bepaalde periode versneld voordoet, is de feitelijke bezettingsgraad hoger dan de officiële en zullen uitbreidingsinvesteringen eerder worden verricht dan op grond van het officiële cijfer verwacht zou mogen worden.

Het beter dan verwachte investeringsverloop in het afgelopen jaar in de Verenigde Staten heeft zeker te maken met een gerichtheid op efficiencyverhoging, op een kwaliteitsverbetering van de productiecapaciteit, ook al was die capaciteit op zich zelf verre van volledig benut. Het blijkt dat vooral investeringen in „hi-tech“ boven verwachting zijn toegenomen. Investeringen in bedrijfsgebouwen zijn echter achtergebleven. Onrendabele vestigingen worden nog steeds gesloten. Men zou kunnen zeggen dat er meer technologie in minder gebouwen wordt gestopt. Het beoogde effect is een verbetering van de concurrentiepositie van ondernemingen.

De recente impuls tot investeren is sterker geweest vanuit de kostenkant dan vanuit de afzetkant. Uiteraard moeten de afzetverwachtingen op langere termijn voor de onderneming perspectief bieden. Maar ook in stagnerende bedrijfstakken wordt geïnvesteerd: door ondernemingen die willen voorkomen dat in een traag groeiende of zelfs inkrimpende markt hun concurrentiepositie door te hoge productiekosten verslechtert.

De grotere nadruk op wat wel „kwalitatieve investeringen“ worden genoemd hangt ook samen met de scherpe daling van de inflatie gedurende het afgelopen jaar. Ondernemingen zijn bezig

2) M. Panic en K. Vernon, Major factors behind investment decisions in British manufacturing industry, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, jg. 37, augustus 1975, blz. 191-209.

de overgang van een inflatietijdperk naar een tijdperk met geringere prijsstijgingen te maken. Zij stellen zich in op een toekomst waarin de winstgroei niet langer uit een nominaal opgeblazen omzettoename zal komen, maar uit kostenbeheersing en een meer bescheiden afzetgroei. Dat houdt in een terugbrengen van de overheadkosten (onder andere door het reduceren van witteboordenstaven), het vergroten van de productie per man en het verbeteren van de kwaliteit van het produkt. Toepassing van micro-elektronica helpt om die doelstelling te bereiken.

Vanzelfsprekend zijn er grenzen gesteld aan de mate waarin „cost-cutting” de winstontwikkeling van een onderneming kan verbeteren. In markten zonder afzetmogelijkheden zullen ondernemingen vroeg of laat toch sneuvelen. Maar het is wel zo dat de afslankingsoperaties, waarvan de voorbeelden in vele bedrijfstakken zijn te vinden, ondernemingen in een gezondere vertrekpositie hebben gebracht. Ik zie die afslankingen dan ook als een essentieel element van een neergaande fase van de lange golf, onvermijdelijk om weer op het pad van de opgaande beweging te geraken.

Een conclusie kan dus zijn dat afzetverwachtingen in deze fase van de cyclus minder belangrijk zijn gebleken, maar dat ze belangrijker worden naarmate we verder in de toekomst kijken. Waar moet die afzetgroei vandaan komen? Voor een open economie als de Nederlandse is het antwoord op dit moment: van de export. De uitvoer was vorig jaar de snelst groeiende bestedingscomponent en zal dat dit jaar misschien ook nog zijn. Nederland zal daarbij vooral profiteren van het Westduitse herstel. Maar voor de grotere, meer gesloten economieën en voor de industrielanden te zamen kan het „export-led-growth”-verhaal niet opgaan. In een gesloten economie moeten interne factoren aanwezig zijn die de groei bestendigen.

Hiermee ben ik dan weer terug op de specifieke rol van de investeringen. In een eerste jaar van conjunctureel herstel zijn het als regel de consumptieve uitgaven (inhaalvraag) en de voorraadinvesteringen die aantrekken. In het tweede jaar moeten de investeringen in vaste activa het voortouw nemen. Via de keynesiaanse multiplier profiteert dan de consumptie van die investeringsstoename. Het is nu zo dat én voor de korte cyclus én voor de lange cyclus geldt dat investeringsherstel cruciaal is geworden voor de voortzetting van de economische groei. Voor de korte cyclus – de conjunctuurgolf – om deze opwaarts te verlengen tot in 1984 en, als het kan, tot in 1985. Voor de lange cyclus om weer op een groeipad te geraken met zo'n 2½ - 3% gemiddelde groei per jaar voor de rest van de jaren tachtig. Anders gezegd: investeringen nu zijn, vanwege hun inkomensgenererend effect, nodig om de afzetverwachtingen voor de komende jaren gunstig te beïnvloeden. Investeringen nu hebben een „bootstrap”-functie: ze creëren inkomens, daarmee een gunstiger afzetperspectief, daarmee nieuwe produktielijnen en weer verdere investeringen. Investeringen vervullen zo de rol die zij in het multiplier-acceleratormodel vervullen.

Dat de hoge (reële) rentestanden tot dusver geen duidelijk drukkend effect op de investeringsactiviteit hebben gehad komt onder andere door het karakter ervan: veel rationalisatie-investeringen en weinig uitbreidingsinvesteringen. Rationalisatie-investeringen zijn vooral geconcentreerd in investeringen in machines en uitrustingsstukken. Bij uitbreidingsinvesteringen denkt men eerder aan investeringen in gebouwen en installaties. Maar deze investeringen, met hun lange levensduur, zijn veel gevoeliger voor een hoge rentestand dan investeringen in machines. Voor een herstel van de uitbreidingsinvesteringen zal het dus wel noodzakelijk zijn dat de reële rente omlaag komt, d.w.z. dat de nominale rente zich aanpast bij de lagere inflatieverwachtingen. Dit aanpassen is overigens een langzaam verlopend proces.

Investeringen in machines en outillage zijn tot dusver geholpen door een meevallende winstontwikkeling. Deze zal ook dit jaar nog een positieve invloed op de investeringsactiviteit hebben. Hoe meer winsten ingehouden kunnen worden, des te geringer het beroep zal zijn dat op duur vreemd vermogen gedaan moet worden.

Welk scenario zal nu voor de rest van de jaren tachtig gelden? Een terugkeer naar het oude conjunctuurpatroon met hoge gemiddelde groei, een voortzetting van de stagnatie, of een herstel

met een groeigemiddelde van zo'n 3%? Ik zou die vraag met de nu beschikbare gegevens nog niet kunnen beantwoorden. Een duidelijker zicht op het feitelijk investeringsverloop is daarvoor nodig. In de eerste helft van 1984 zullen we dit zicht moeten krijgen. Zou ik echter nu moeten kiezen voor het meest waarschijnlijke scenario, dan zou dat het herstelscenario zijn.

Mijn argumentatie daarvoor is dat de voorwaarden voor het weer aantrekken van de investeringen vervuld lijken:

- de gezondmaking van het bedrijfsleven is inmiddels in een gevorderd stadium gekomen; dit betekent dat de energie veel meer op de toekomst dan op het verleden kan worden gericht;
- de scherpe daling van de inflatie heeft de betekenis van efficiëncyverbetering en kwaliteitsbeheersing sterk verhoogd; deze heroriëntatie van bedrijven brengt de noodzaak van investeren met zich mee;
- de winsten, hoewel nog zeer laag, zitten in de lift omhoog; een gunstige winstontwikkeling is gunstig voor de investeringsactiviteit;
- het ondernemingsklimaat is, dank zij een aantal overheidsmaatregelen, duidelijk verbeterd;
- de exportvraag is al belangrijk toegenomen;
- er zijn genoeg potentiële groeiemarkten; investeringen hoeven, vanuit de invalshoek van de technologische ontwikkeling, niet te worden afgeremd door een gebrek aan „investment outlets”.

Negatieve factoren op dit moment zijn de nog lage bezettingsgraad en de hoge rentestand. Beide zullen in gunstige zin moeten veranderen voor een duurzaam investeringsherstel, dat ook zal moeten berusten op uitbreidingsinvesteringen in bedrijfsgebouwen en installaties.

Hierboven heb ik benadrukt dat het in de opsomming om voorwaarden voor investeringsherstel gaat. Die gunstige voorwaarden moeten door ondernemingen ook als zodanig worden geïnterpreteerd en worden vertaald in daadwerkelijke investeringsuitgaven. Zolang daarop nog geen duidelijk zicht is, moet het optimisme een voorzichtig optimisme blijven.

Hoe belangrijk echter investeringsherstel is wordt duidelijk als de consequenties van het alternatief – geen investeringsherstel – worden doordacht. Bij het uitblijven van investeringsvraag zal deze opgaande fase van de conjunctuurcyclus een kort leven beschoren zijn. We zullen dan zien dat de ontwikkeling van de overige bestedingscomponenten te zwak is om het herstel te bestendigen – van de particuliere consumptie, noch van de overheidsbestedingen mogen impulsen worden verwacht. De exportgroei zal zich ook alleen kunnen continueren wanneer hij gesteund wordt door een investeringstoename elders.

Bij zo'n ontwikkeling moet voor een nieuwe recessie worden gevreesd, met alle gevolgen van dien voor de werkloosheid, de particuliere-inkomensontwikkeling, de overheidsfinanciën en de financiële positie van bedrijven. Zo'n recessie zou de vorige in ernst overtreffen.

Het afgelopen jaar heeft mij echter de hoop gegeven dat dit afschrikwekkende beeld afgeweerd zal kunnen worden. Er is nu meer reden voor optimisme dan een jaar geleden. De sleutel van onze toekomst blijft echter in handen van diegenen die in onze maatschappij de investeringsbeslissingen nemen. Ik mag slechts hopen dat zij mijn voorzichtig optimisme delen.

J.J. van Duijn