

De bevordering van investeringen in ontwikkelingslanden

A. Chhibber, M. Dailami en N. Shafik (red.), *Reviving private investment in developing countries; empirical studies and policy lessons, North-Holland, Amsterdam, 1992, 245 + X blz.*

Het onderwerp particuliere investeringen in ontwikkelingslanden staat de laatste jaren in het middelpunt van de belangstelling. De economische crisis die de ontwikkelingslanden trof in het begin van de jaren tachtig, resulteerde in veel landen in een negatieve groei. Met name de investeringen daalden sterk in de meeste landen.

Het structurele aanpassingsbeleid – onder andere bestaande uit devaluaties, hervormingen van overheidsfinanciën, versterking van het marktmechanisme door het terugdringen van handelsbeperkingen en overheidsinterventies – was erop gericht de efficiëntie en concurrentiekracht van de economie te versterken en aldus een basis te scheppen voor hernieuwde groei. Uit studies blijkt nu dat veel ontwikkelingslanden aanzienlijke voortgang hebben geboekt bij het uitvoeren van dit aanpassingsbeleid, maar dat, tot dusver, het herstel van investeringen en economische groei achterblijft bij de verwachtingen.

Deze feiten hebben geleid tot een snel groeiend aantal studies naar het investeringsgedrag in ontwikkelingslanden en met name naar de invloed die beleidsmaatregelen erop zouden kunnen uitoefenen. Vele van deze studies zijn uitgevoerd door de staf van het IMF en de Wereldbank of door aan deze instellingen geaffilieerde onderzoekers.

Ook het hier te bespreken boek komt uit de Wereldbank-hoek. Het IMF en de Wereldbank hebben speciale redenen voor hun interesse in het investeringsgedrag. De harde maatregelen van de aanpassingsprogramma's, die door deze instellingen aan ontwikkelingslanden worden opgelegd, worden gerechtvaardigd met het argument dat het medicijn op de korte termijn weliswaar pijn doet, maar dat dit noodzakelijk is om op de middellange termijn de vruchten te

kunnen plukken in de vorm van een versterking van uitvoer, particuliere investeringen en van de groeivoet. Daarnaast is er de ideologische overtuiging van deze instellingen dat vrije markten en de particuliere sector de enige gezonde basis voor economische ontwikkeling vormen; overheidsbedrijven en, in het algemeen, overheidsingrijpen hebben gefaald. Er is deze instellingen dus veel aan gelegen aan te kunnen tonen dat de particuliere sector inderdaad die gezonde basis is en om uit te vinden welke maatregelen dit kunnen bevorderen.

Tot dusver zijn de resultaten niet overtuigend. Zoals onlangs nog werd vastgesteld in een andere publikatie van de Wereldbank:

*"... in many countries, macroeconomic adjustment has not improved the response of private investment. Even when substantial progress has been made in correcting imbalances and restoring profitability – often through drastic cuts in real wages – the effect on private investment has been weak and slow to appear. Many of these issues are difficult to explain in the context of conventional investment theories."*¹

Aandachtspunten

Dit is tevens de problematiek die in de titel van het boek zeer expliciet wordt aangekondigd. Er zijn, na een korte inleiding, zeven hoofdstukken die elk een landenstudie presenteren. In het laatste hoofdstuk wordt de problematiek vanuit een vergelijking van landen benaderd².

De meeste econometrische studies naar particulier investeringsgedrag in ontwikkelingslanden gaan uit van conventionele vergelijkingen zoals die voortvloeien uit bestaande investeringstheorieën, gebaseerd op gedragsmodellen voor ondernemingen in rijke landen. De standaardvergelij-

king bevat drie elementen waardoor de investeringsvraag wordt beïnvloed: de verwachte vraag; de kosten van kapitaal; en de beschikbare financiële middelen³.

Deze elementen vindt men ook terug in de investeringsvergelijkingen die worden geschat voor ontwikkelingslanden. De speciale omstandigheden van de ontwikkelingslanden worden dan gevat in specifieke variabelen die aan de investeringsvergelijking worden toegevoegd. In eerdere studies hebben met name drie factoren aandacht ontvangen: (1) de relatie tussen overheidsinvesteringen en particuliere investeringen, (2) de invloed van de beschikbaarheid van harde valuta op het niveau van investeringen en (3) de grote en langdurige onzekerheid over toekomstige winstverwachtingen in vele ontwikkelingslanden⁴.

De benadering die hierboven geschetst is, wordt grotendeels ook gevolgd in dit boek. De meeste hoofdstukken bevatten een econometrische analyse op basis van eenvoudige modellen voor particuliere investeringen (in de meeste gevallen bestaande uit één vergelijking), waarin de standaardvariabelen – verwachte vraag, kosten en financiële beperkingen – worden aangevuld met specifieke variabelen die van belang worden geacht voor het land in kwestie. In het boek worden met name drie aspecten belicht: de invloed van de depreciatie van de reële wisselkoers, de rol van overheidsinvesteringen, en de invloed van onzekerheid op het investeringsgedrag.

1. L. Serven en A. Solimano, *Private investment and macroeconomic adjustment: a survey*, *World Bank Research Observer*, 1992, blz. 95-114.

2. Aan de orde komen studies over Chili, Colombia, Egypte, Indonesië, Marokko, Turkije en Zimbabwe.

3. Voor een recente analyse langs deze lijnen van het particuliere investeringsgedrag in de Verenigde Staten zie S.M. Fazzari, R.G. Hubbard en B.C. Petersen, *Financing constraints and corporate investment*, *Brookings Papers on Economic Activity*, I, 1988.

4. Voor recente bijdragen zie bij voorbeeld J. Greene en D. Villanueva, 1991, *Private investment in developing countries, an empirical analysis*, *IMF Staff Papers*, jg. 38; L. Serven en A. Solimano, op.cit., 1992; E.V.K. FitzGerald, K. Jansen en R. Vos, *External constraints on private investment decisions in developing countries*, *Institute of Social Studies, Working Paper*, 1992.

Devaluatie

Als onderdeel van het aanpassingsbeleid hebben bijna alle ontwikkelingslanden zeer omvangrijke devaluaties doorgevoerd die hebben geleid tot een aanzienlijke depreciatie van de reële wisselkoers. In het laatste hoofdstuk wordt aangetoond dat dit weliswaar heeft geleid tot verbeteringen van de handelsbalans van vele landen, maar dat dit gepaard is gegaan met een recessie. De verschillende hoofdstukken suggereren een groot aantal kanalen waarlangs de depreciatie de particuliere investeringen kunnen beïnvloeden:

- de kosten van geïmporteerde kapitaalgoederen nemen toe;
- de kosten van geïmporteerde grondstoffen en halffabrikaten nemen ook toe. Deze kostenverhoging heeft een negatief effect op de winstgevendheid van de 'non-tradeable' sectoren, terwijl de 'tradeable' sectoren – en met name de exportsector – hun marktpositie kunnen versterken na de depreciatie. De verbetering van de winstvooruitzichten van de 'tradeable' sectoren kunnen een stijging van de investeringen uitlokken
- de devaluaties doen de kosten van de externe schuldendienst, uitgedrukt in lokale valuta, toenemen. Dit doet de winsten van ondernemingen met buitenlandse schulden afnemen;
- de binnenlandse rentevoet kan veranderen. Op een open financiële markt wordt het niveau van de binnenlandse rentevoet bepaald door de internationale rentevoet en de verwachte depreciatie van de valuta. Indien de doorgevoerde devaluatie de verwachting van toekomstige devaluaties doet afnemen, zou de binnenlandse rente kunnen dalen. Anderzijds kan de devaluatie leiden tot binnenlandse prijsstijgingen die een renteverhogend effect kunnen hebben;
- daarnaast kan een devaluatie een aantal indirecte effecten op de investeringsvraag uitoefenen. Een devaluatie zal gevolgen hebben voor de overheidsfinanciën, kan leiden tot een daling van de reële loonvoet, en kan leiden tot een toename van het uitvoervolume. Een stijging van de uitvoerverdiensten kan een gunstig effect hebben op de beschikbare hoeveelheid harde valuta en dat zal, met name in landen met zeer grote betalingsbalansproblemen, tot een toename leiden van de investeringen die gerealiseerd kunnen worden.

Wat het netto resultaat is van al deze effecten, is een empirische kwestie. De studies over Chili en Indonesië concluderen dat de devaluatie een negatief effect heeft op de particuliere investeringen. In het geval van Indonesië wordt geconstateerd dat op de langere termijn (dat wil zeggen na twee of drie jaar) de positieve effecten overheersen.

Overheidsinvesteringen

Een stijging van de overheidsinvesteringen kan twee effecten op de particuliere investeringen hebben. Overheidsinvesteringen ter versterking van de infrastructuur zullen de produktiekosten verlagen en de winstvooruitzichten verbeteren. Maar de stijging van de overheidsinvesteringen kan een toename van het begrotingstekort met zich meebrengen, hetgeen kan leiden tot rentestijging of kredietrantsoenering (crowding out).

De verschillende effecten komen in een aantal hoofdstukken naar voren. De studies vinden, in het algemeen, een positieve invloed van infrastructuurele investeringen op de particuliere investeringen (bijvoorbeeld in Egypte en Turkije). In de studie over Turkije worden de overheidsinvesteringen opgesplitst in infrastructuurele investeringen en overige investeringen en wordt betoogd dat de overige overheidsinvesteringen een negatief effect hebben.

Het overheidstekort dat kan voortvloeien uit een hoger niveau van overheidsinvesteringen wordt niet direct in de analyse opgenomen, maar in een aantal hoofdstukken wordt de beschikbaarheid van krediet voor de particuliere sector als variabele aan de investeringsvergelijking toegevoegd, bijna altijd met een positief en significant effect.

Toch kan men zich afvragen of dit de beste weg is om de financiële 'crowding out' te meten. De relatie tussen investeringen en krediet kan twee kanten opgaan. Een stijging van de investeringsvraag kan een stijgende kredietvraag met zich meebrengen. En de beschikbare hoeveelheid krediet kan het niveau van de investeringen beperken. In beide gevallen zal men een positieve relatie tussen de twee variabelen vaststellen, maar de onderliggende werkelijkheid is totaal anders. Het verdient dan ook de voorkeur om een directere weergave van het beslag van de publieke sector

op de beschikbare financiële middelen op te nemen, maar geen van de studies doet dit.

In tenminste twee studies in het boek (Colombia en Zimbabwe) is geen sprake van financiële 'crowding out' en betogen de auteurs dat de particuliere sector, vanuit eigen middelen of krediet, een hoger niveau van investeringen zou hebben kunnen financieren dan zich in feite voordeed.

Op basis van de uitkomsten zou men voorzichtig kunnen concluderen dat het positieve 'infrastructuur'-effect het negatieve 'financierings'-effect overheerst.

Onzekerheid

Onzekerheid is een cruciale factor in elke investeringstheorie na Keynes. In geschatte investeringsfuncties wordt de invloed van onzekerheid veelal gemeten door het toevoegen aan de vergelijking van de variantie over tijd in enkele belangrijke variabelen (bijvoorbeeld de variantie in de inkomensgroei).

In recente jaren worden ook wel enkele andere variabelen gebruikt en die zien we ook terug in deze studie. Een belangrijke factor daarbij is de externe schuldenlast. Een hoge schuldenlast ondermijnt het vertrouwen van de investeerder: hij weet immers dat de rentelasten en terugbetalingsverplichtingen nog vele jaren op de economie zullen drukken en wellicht aanleiding zullen geven tot belastingverhogingen en/of betalingsbalansproblemen. In het hoofdstuk over Marokko en in het landenvergelijkende laatste hoofdstuk wordt de schuldenlast als een van de voornaamste factoren aangewezen die de investeringen laag houden.

In een aantal andere landenstudies (bijvoorbeeld Chili en Zimbabwe) wordt erop gewezen dat ook onzekerheden die voortvloeien uit plotselinge veranderingen in, of onduidelijkheden in, het overheidsbeleid de particuliere investeringen laag kunnen houden.

Beperkte modellen

In bijna alle hoofdstukken wordt het investeringsgedrag bestudeerd aan de hand van zeer eenvoudige modellen, meestal bestaand uit slechts een vergelijking. Alleen in de studie over Indonesië wordt gebruik gemaakt van een wat completer model. Deze bena-

dering is teleurstellend. Zoals duidelijk zal zijn uit de voorgaande discussie zijn de kanalen waarlangs bij voorbeeld de reële wisselkoers of de overheidsinvesteringen de particuliere investeringen beïnvloeden talrijk en complex. Bovendien moet rekening worden gehouden met vele indirecte effecten. Zulke complexe interacties vragen om completere modellen. Completere modellen zullen ook beter in staat zijn om twee cruciale vragen, die in dit boek onvoldoende aandacht krijgen, te beantwoorden.

De eerste vraag betreft de houdbaarheid of stabiliteit van het investeringsherstel. In de Indonesië-studie wordt opgemerkt dat particuliere investeringen gestegen zijn en de vraag wordt gesteld:

"How did that higher private investment get financed? According to the model simulations, partly through higher private savings, but primarily through greater foreign borrowing.... The availability of foreign financing was therefore a key aspect of the recovery in private investment" (blz. 118).

Deze interactie tussen particuliere investeringen, besparingen en internationale financiële stromen wordt in geen van de hoofdstukken aan de orde gesteld. Nochtans is dit, in mijn ogen, een centrale vraag: is het mogelijk de besparingen zover te doen toenemen dat deze, samen met het kapitaal dat op lange termijn van de rest van de wereld mag worden verwacht en met inachtneming van het deel van de middelen dat nodig is om het overheidstekort te financieren, het gewenste niveau van investeringen kunnen financieren? Het bestuderen van deze vraag vereist completere modellen dan hier worden aangeboden.

De tweede vraag betreft de relatie tussen investeringen en groei. Het uiteindelijke doel van het aanpassingsbeleid is het herstel van de economische groei. Dit herstel kan worden bereikt door het opvoeren van de investeringsquote en door het opvoeren van de groei-efficiëntie van de investeringen. In het boek wordt verwezen naar de vele micro-economische maatregelen die in het kader van de aanpassingsprogramma's zijn doorgevoerd en die tot doel hebben de efficiëntie van de economie te verhogen (bij voorbeeld handelsliberalisatie, hervormingen van het financiële systeem, privatisering). Het laatste hoofdstuk constateert dat de efficiën-

tie van de investeringen is toegenomen, met name in een aantal rijkere ontwikkelingslanden (dat wil zeggen die landen die industriële goederen uitvoeren), maar niet in de meeste andere landen. Deze relatie tussen investeringen en groei zou ook meer aandacht verdienen.

Beleidsconclusies

De beleidsconclusies die uit de studie voortvloeien, zou ik, in mijn eigen woorden, als volgt formuleren:

- de depreciatie van de reële wisselkoers die in veel landen heeft plaatsgevonden was onvermijdelijk. Nochtans moet worden vastgesteld dat deze depreciatie, mede door de ongunstige economische omstandigheden waaronder ze werd doorgevoerd, vooralsnog een overwegend negatief effect heeft gehad op de particuliere investeringen. Dit is geen argument om de reële wisselkoers niet te handhaven, maar wel een waarschuwing om voorzichtig te zijn met het wisselkoersinstrument;
- de boodschap dat de overheid zich het best kan concentreren op het zorgen voor een goed functionerende infrastructuur is welgekozen. In alle nadruk in de afgelopen jaren op het terugdringen van de overheid en van het begrotingstekort is wel eens over het hoofd gezien dat een behoorlijk niveau van overheidsvoorzieningen een onontbeerlijke voorwaarde is voor economisch herstel;
- de stelling dat het overheidsbeleid voorspelbaar moet zijn en niet zelf een bron van onzekerheid moet worden is, op zichzelf, juist. Men moet echter ook erkennen dat in veel gevallen de verschuivingen in het overheidsbeleid ontstonden in reactie op onverwachte externe schokken. In het algemeen zou men kunnen stellen dat de studies in dit boek de neiging hebben de nadruk te leggen op interne factoren en beleid. Dat is juist in zoverre dat dit de enige variabelen zijn waarop beleidsmakers invloed kunnen uitoefenen. Maar het is niet altijd de beste weg om inzicht te krijgen in de determinanten van particuliere investeringen. In zeer veel ontwikkelingslanden worden zowel de lopende produktie als de investeringen in sterke mate beperkt door de schaarste aan harde valuta om de noodzakelijke invoer te financieren (dit wordt ook als de voornaamste oorzaak voor de lage investeringen in

Zimbabwe genoemd). In zulke landen domineren de 'externe variabelen' het investeringsgedrag en zou het beter zijn deze meer expliciet in de analyse op te nemen⁵.

Evaluatie

Samenvattend: dit is een boek dat een actueel probleem aan de orde stelt. Zowel in probleemstelling, als in benadering, als in bevindingen sluit het boek nauw aan bij andere studies over dit onderwerp die in de laatste jaren zijn verschenen. Het belangrijkste 'nieuwe' element was voor mij de uitgebreide analyse van de invloed van devaluaties op het investeringsgedrag. Ik begon deze bespreking met een citaat, waarin werd gesteld dat het trage herstel van de investeringen moeilijk te verklaren is. Weten we nu meer? Hoewel deze vraag niet expliciet wordt gesteld in het boek, leiden de verschillende hoofdstukken wel tot een aantal suggesties. Het niveau van de particuliere investeringen blijft laag omdat in vele ontwikkelingslanden de groei van de (binnenlandse en buitenlandse) vraag laag is, maar ook omdat de devaluaties de kosten van in te voeren kapitaalgoederen hebben doen stijgen, omdat de infrastructurele voorzieningen onvoldoende zijn, en omdat de buitenlandse schuldenlast en beleidsonzekerheden het vertrouwen van investeerders ondermijnen. In een aantal landen zijn de betalingsbalansproblemen dermate acuut dat er geen geld is om investeringsgoederen in te voeren.

Karel Jansen

De auteur is verbonden aan het Institute of Social Studies te Den Haag.

5. Dit hebben wij gedaan in een recente studie waarin wij, uitgaande van hetzelfde basismodel voor de investeringsvergelijking, de schaarste aan harde valuta en de invoerafhankelijkheid centraal hebben gesteld. Dit leidt dan tot een investeringsfunctie waarin variabelen als exportopbrengsten, buitenlandse kapitaalstromen en schuldenlast als de voornaamste verklarende variabelen naar voren komen. Zie E.V.K. FitzGerald, K. Jansen en R. Vos, op.cit., 1992.