



De kapitaalrekening van Nederland

DRS. H. KAMPS

Inleiding

Er wordt te weinig gespaard, zo stelt de *Miljoennota 1982*. De spaarquote (het totaal aan besparingen in % van het nationaal inkomen) is teruggelopen van 19,9% in 1970 tot 11% in 1981. Vooral de spaarquotes van de overheid (door het oplopende financieringstekort) en van de bedrijven (door de terugval van de ingehouden winsten) zijn gedaald. De terugloop van besparingen van gezinnen is beperkt gebleven doordat veel „gedwongen” wordt gespaard via institutionele beleggers: de pensioenfondsen en de levensverzekeringsmaatschappijen.

Het gevolg is dat steeds minder binnenlands kapitaal op de kapitaalmarkt wordt aangeboden, waardoor investeringen alleen tegen een hoge rente te financieren zijn. Er zijn echter ontsnappingswegen voorhanden. Zo kan de overheid haar beroep op de kapitaalmarkt beperken door op monetaire wijze haar uitgaven te dekken. De inflatoire werking van deze geldschepping maakt

deze „ontsnapping” minder wenselijk. Er kan ook een beroep worden gedaan op buitenlandse kapitaalmarkt middelen die op de Nederlandse kapitaalmarkt en in guldens worden aangeboden. In Zijlstra's ogen betekent dit weliswaar een degradatie van de eredivisie (waarin het financieringstekort geheel uit binnenlandse besparingen wordt gedekt), naar de eerste divisie, maar ook daar wordt aardig „gevoetbald”. Verdere degradatie naar een divisie waarin het geld in het buitenland *gehaald* moet worden en/of waarin leningen in een andere, meer respectabele valuta moeten worden uitgeschreven, moet worden voorkomen. Het is daarom van belang dat buitenlandse kapitaalverschaffers „trek” blijven houden in Nederland. De kapitaalrekening van de betalingsbalans kan daarover informatie verschaffen.

De kapitaalrekening

De kapitaalrekening geeft het saldo weer van het kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren met het buitenland.

Vier categorieën kapitaalverkeer worden onderscheiden: de eenzijdige kapitaaloverdrachten, waaronder de uitgaven voor ontwikkelingshulp vallen, het lange en korte kapitaalverkeer van de particuliere sector, en het overheidskapitaalverkeer. Na een lange periode van tekort is er in 1980 sprake geweest van een overschot op de kapitaalrekening (f. 1,2 mrd.). Hiermee is niet gezegd dat Nederland dus aantrekkelijk is voor buitenlandse kapitaalverschaffers. Om dit te kunnen beoordelen is de post „lang kapitaalverkeer van de particuliere sector” van belang. Deze post kan ruwweg onderverdeeld worden in:

- structureel kapitaalverkeer. Dit zijn deelnemingen in het aandelenkapitaal van een onderneming, gedaan met het oogmerk feitelijk invloed uit te oefenen op die onderneming (directe investeringen). Ook kredietverleningen van multinationale ondernemingen aan dochters vallen onder deze post;
- financieel en beleggingsverkeer. Dit is het beroep van Nederlanders op buitenlandse kapitaalmarkt middelen of van buitenlanders op Nederlandse kapitaalmarkt middelen ter financiering van bepaalde activiteiten, zoals de aankoop van onroerend goed (financieel verkeer), of uit speculatieve doeleinden (beleggingsverkeer). De ontwikkeling van de onderscheiden posten is verschillend, zodat een aparte bespreking noodzakelijk is.

Het structureel kapitaalverkeer

Het structurele kapitaalverkeer vertoont vanaf 1972 een negatief saldo. Dit betekent dat Nederlanders meer in het buitenland investeren, dan buitenlanders in Nederland. Toch nemen de buitenlandse investeringen inmiddels een belangrijke plaats in in onze economie. 20% van de industriële werkgelegenheid en 25% van het totaal aan industriële investeringen komen op rekening van de buitenlanders. Het niveau van de directe investeringen van buitenlanders in Nederland ad. f. 2,5 mrd. in 1980, is alleen in 1974 overtroffen. Dit bedrag wordt echter ruimschoots overtroffen door investeringen van ingezetenen in het buitenland: f 5,3 mrd. Dit roept de vraag op wat Nederland als vestigingsplaats aantrekkelijk maakt.

Het bureau McKinsey and Company heeft in 1978 in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken een enquête gehouden onder 200 buitenlandse ondernemers¹⁾. Gevraagd werd naar de aantrekkelijkheid van Nederland binnen West-Europa als investeringsland. Alleen in vergelijking met West-Duitsland bleek Nederland binnen West-Europa als in-

¹⁾ McKinsey and Company, *Aantrekkelijkheid van Nederland voor buitenlandse investeerders* (een opiniepeiling onder buitenlandse ondernemers), oktober 1978.

vesteringsland te wensen over te laten. Door de uitstekende infrastructurele voorzieningen en de hoge kwaliteit van de arbeid bleek Nederland vooral aantrekkelijk voor kapitaalintensieve industriële projecten. Als belangrijk nadeel van Nederland werd veelvuldig de kleine binnenlandse markt genoemd.

Het financieel en beleggingsverkeer

De verkoop van binnenlandse effecten aan niet-ingezetenen overtreft de aankoop van buitenlandse effecten door ingezetenen aanzienlijk. Het overschot bedraagt in 1980 f. 5,5 mrd., een niveau dat nog niet eerder bereikt is. De schatting is dat in 1980 ongeveer 30% van het totaal van de Nederlandse obligaties naar het buitenland is gegaan. Vooral de staatsleningen mogen zich in een grote Opvallend is dat de Nederlandse beleggingsfondsen, uit het oogpunt van risicospreiding, maar weinig in Nederlandse aandelen beleggen (ABN: 17%, AMRO-Pierson: 12%, Rolinco: 18%, Robeco: 19%).

Er zijn twee factoren te noemen die de buitenlandse belangstelling voor Nederlandse effecten verklaren:

- om de gulden te ondersteunen heeft De Nederlandsche Bank de rente aangepast aan het hoge Amerikaanse niveau. Deze politiek bleek succesvol: de guldenkoers stabiliseerde zich op een hoog niveau en bovenal waren de *verwachtingen* van de beleggers over het koersverloop gunstig. Het voor Nederland positieve renteverval met West-Duitsland loopt overigens langzaam terug (2% in het derde kwartaal van 1980, 0,9% in het tweede kwartaal van 1981);
- de koersen van Nederlandse aandelen zijn, in verhouding tot de intrinsieke waarden, laag. Dit is deels te verklaren uit de geringe binnenlandse belangstelling voor risicodragende beleggingen. De toch al teruggelopen besparingen lopen voor een steeds groter deel via de institutionele beleggers, die de hun toevertrouwde middelen vooral risicoloos beleggen (in 1979 maar liefst 97% van de middelen). Ook de beleggingsfondsen hebben, zoals eerder aangehaald, geringe belangstelling voor Nederlandse aandelen: zij beleggen veel in het buitenland.

Overheidsmaatregelen

Zowel uit hoofde van het structurele als het financiële en beleggingsverkeer lijkt het erop dat buitenlanders de Nederlandse economie rooskleuriger zien dan de Nederlandse ondernemer/belegger. Onze betalingsbalans profiteert hiervan, doch de afhankelijkheid van buitenlands kapitaal heeft ook nadelen. Door overheveling van winsten en dividenden, rente

en aflossingen wordt een wissel op de toekomst gelegd. Het streven om het financieringstekort van de overheid alleen uit binnenlandse besparingen te dekken, staat dan ook hoog op de verlanglijst van De Nederlandsche Bank. Er zijn diverse wegen waarlangs dit doel bereikt kan worden.

Allereerst zou de overheid haar eigen beroep op de kapitaalmarkt beperkt door haar uitgaven te verlagen. Zo vermindert zij het beslag op de binnenlandse besparingen en daarmee de afhankelijkheid van het buitenlandse kapitaal. Deze discussie wordt volop gevoerd. Het gevaar dreigt dat te weinig wordt gekeken naar, wat Stevers noemt, de „programma-effecten” van de begrotingsposten. Hieronder verstaat hij „... de overheidsactiviteit als voorziening en de daaruit resulterende gevolgen” 2). Ter verduidelijking: het programma-effect ziet een school als een onderwijsvoorziening en niet als een macro-economische kostenpost. Misschien is de ruimte om te bezuinigen wel kleiner dan wordt verondersteld.

De overheid kan ook proberen het binnenlandse aanbod van spaargelden te verruimen door de spaarquote van de gezinnen te vergroten. Doordat het reëel beschikbare inkomen voor de meeste inkomensstrekkers er in 1982 opnieuw op achteruit gaat, lijkt deze doelstelling niet erg realistisch.

Er zijn ook maatregelen denkbaar die direct het aanbod van kapitaal reguleren. Zo wordt nog wel eens gedacht aan beleggingsvoorschriften die institutionele beleggers dwingen risicodragend, in aandelen te beleggen. Er kan worden getwijfeld aan de effectiviteit van een dergelijke maatregel. Het totaal aan kapitaalmarkt middelen wordt immers niet verhoogd. Alleen de allocatie over de binnenlandse effecten wordt gewijzigd. De *Miljoenennota 1982* spreekt in dit verband over het gevaar van een „structurele misallocatie van produktiefactoren door de uitschakeling van het marktmechanisme”.

Ten slotte zijn maatregelen denkbaar om de omvangrijke stroom van investeringen van ingezetenen naar het buitenland in te dammen (zoals reeds gezegd, betrof het in 1980 een bedrag van f. 5,3 mrd.). Ongetwijfeld zullen dergelijke maatregelen ook gevolgen hebben voor de toestroom van buitenlands kapitaal. Zolang de binnenlandse besparingen niet voldoende groot zijn om het financieringstekort te dekken, zou dus het kind met het badwater worden weggegooid. Bovendien heeft Nederland, als lid van de OECD, zich achter de code betreffende controlemaatregelen van internationale kapitaalstromen gesteld. Deze code stelt dat de OECD-leden naar geleidelijke afschaffing van restricties op kapitaalbewegingen dienen te streven. Een recent OECD-rapport acht alleen tijdelijke maatregelen denkbaar „in full recognition of their limitations

(which increase over time) and for only so long as to carry out needed adjustment policies and/or exchange rate changes” 3). Het „zelfregulerend” mechanisme van het internationale monetaire systeem mag in geen geval worden verstoord. Als de binnenlandse besparingen onvoldoende zijn om het financieringstekort te dekken, moeten de overheidsuitgaven omlaag, de rentestand omhoog of dient in het uiterste geval de wisselkoers te worden aangepast. Een tijdelijke restrictie op kapitaalstromen is slechts denkbaar als onderdeel van een pakket maatregelen, en zorgt alleen voor een korte „adempauze”.

Een lichtpunt

Zolang de binnenlandse besparingen niet groot genoeg zijn om het financieringstekort te dekken, is Nederland afhankelijk van de toestroom van buitenlands kapitaal. De buitenlandse belangstelling voor ons land is dan ook toe te juichen. Zoals gesteld, zitten er ook negatieve punten aan de afhankelijkheid van buitenlands kapitaal (renten, dividenden, aflossingen en winsttransfers). De laatste prognose in de *Macro Economische Verkenning 1982* van een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van f. 10 mrd. is dan ook als een lichtpunt te beschouwen in de volgens velen zo sombere tijden. Het overschot van f. 10 mrd. zal immers tot een sterke toestroom van liquiditeiten leiden, waardoor de kapitaalmarkt wordt verruimd. De vergrote opbrengst uit het aardgas, en de daling van de binnenlandse bestedingen hebben de noodzaak van de invoer van buitenlands kapitaal verminderd. Misschien kan de rente zelfs licht dalen. De kapitaalrekening hoeft immers geen tekort op de lopende rekening te compenseren. De binnenlandse investeringen en met name de rentegevoelige investeringen zoals die in de bouw, kunnen hiervan profiteren. Niettemin blijft het van belang dat buitenlandse investeerders „trek” houden in Nederland, vanwege hun aanzienlijke bijdrage tot de totale investeringen en werkgelegenheid. Het overschot op de lopende rekening, hoewel deels uit armoede ontstaan (dalende investeringsvraag), en het (wellicht) teruglopende financieringstekort, duiden erop dat Nederland in het komende jaar niet actief kapitaal in het buitenland hoeft te werven. Daarmee blijven we uit de degradatiezone. Misschien is in de toekomst promotie zelfs niet uitgesloten.

H. Kamps

2) Th. A. Stevers, *Openbare financiën en economie*, Stenfert Kroese NV, Leiden, 1971.
3) OECD, *Controls on international capital movements, experience with controls on international portfolio operations in shares and bonds*, 1980.