



De lopende rekening

DRS. P.M. FEENSTRA*

Inleiding

Het overschot op de lopende rekening is sinds 1981 sterk opgelopen. Vorig jaar werd een overschot geboekt van f. 15,7 mrd. (transactiebasis). Ook gemeten in procenten van het nationaal inkomen werd nog nooit eerder een dergelijk groot surplus bereikt: 4,4%. Internationaal neemt Nederland met een dergelijk groot overschot een unieke positie in. Van de industrielanden komt alleen Japan met een overschot van zo'n 3,5% van het nationaal inkomen in de buurt van Nederland.

In 1984 nam het overschot in Nederland met f. 4,7 mrd. toe ten opzichte van 1983. Deze toename werd vooral veroorzaakt door een oplopend overschot in het goederenverkeer. De relevante wereldhandel vertoonde een krachtige opleving, waarvan Nederland meer dan evenredig kon profiteren dank zij een verbeterde prijsconcurrentie. Het uitvoervolume nam sterk toe.

Aan de andere kant steeg echter ook het goedereninvolumen fors. Een groei die vooral werd veroorzaakt door de omvangrijke voorraadopbouw, uitvoergroei en herstel van de bedrijfsinvesteringen in outillage. Al deze bestedingen hebben een relatief hoge invoerintensiteit. Dat desondanks het saldo goederenverkeer vorig jaar sterk verbeterde was bijna geheel te danken aan de relatief forse ruilvoetwinst. Ondanks een hoge dollarkoers woog de prijsstijging van de invoer niet op tegen die van de uitvoer. Vooral in het energieverkeer verbeterde de ruilvoet. Zo steeg de uitvoerprijs van aardgas, als gevolg van de contractuele koppeling aan de olieprijs, met 15%. De bijdrage van de ruilvoetverbetering bedroeg naar schatting f. 4,2 mrd.

Het spaaroverschot

Het overschot op de lopende rekening is

primair een afspiegeling van de inkomensbesteding in Nederland. Een overschot impliceert immers dat niet al het beschikbare inkomen wordt besteed. Omdat het overschot op de lopende rekening per definitie gelijk is aan een overschot van nationale besparingen boven investeringen zijn slechts twee conclusies mogelijk: of Nederland spaart te veel, en/of Nederland investeert te weinig. Uit tabel 1 blijkt dat het nationaal spaaroverschot na 1980 sterk is opgelopen.

Het nationale spaaroverschot is de resultaat van het spaaroverschot van de private sector (bedrijven en gezinnen) en het inkomensstekort van de gehele overheid. Sinds 1980 zijn de besparingen van de private sector sterk toegenomen. De besparingen van het bedrijfsleven (ingehouden winst) zijn sinds 1980 bijna verdubbeld. Met 4,5% van het nationale inkomen werd in 1984 zelfs weer het niveau van voor de eerste oliecrisis bereikt.

Ook de gezinsbesparingen zijn de laatste jaren weer toegenomen, vooral door de gestage stijging van de contractuele besparingen. Na de sterke intering in 1983 zijn in 1984 echter ook de vrije gezinsbesparingen weer toegenomen.

Tegenover de toenemende besparingen van de particuliere sector staat een sinds 1982 afnemend inkomensstekort van de overheid. In 1984 lagen de totale nationale besparingen weer op het niveau van eind jaren zeventig, maar nog aanzienlijk onder het niveau van de jaren zestig, toen de nationale besparingen gemiddeld nog ca. 20% van het netto nationale inkomen (nni) bedroegen.

Tabel 1. Investeringen, het saldo op de lopende rekening en de besparingen (in procenten van het netto nationale inkomen)

	1960	1970	1980	1981	1982	1983	1984
Besparingen	22,8	19,9	11,5	11,5	11,5	11,5	14,3
Investeringen	19,6	21,5	13,2	9,1	8,4	8,4	9,9
Saldo lopende rekening	3,2	-1,6	-1,7	2,4	3,1	3,1	4,4

Bron: CBS, Nationale Rekeningen; CPB, CEP 1985.

Tabel 2. Nationale besparingen (in procenten van het nni)

	1960	1970	1980	1981	1982	1983	1984
Bedrijven	6,5	5,0	2,3	2,4	2,7	3,4	4,5 a)
Gezinnen	10,5	10,2	8,3	9,5	11,5	10,2	11,3 a)
Overheid	5,8	4,7	0,9	-0,4	-2,7	-2,1	-1,5
Nationale besparingen	22,8	19,9	11,5	11,5	11,5	11,5	14,3

Bron: CBS, CPB.

a) Schatting.

Tabel 3. Nationale investeringen (netto, in procenten van het nni)

	1960	1970	1980	1981	1982	1983	1984
Bedrijven, vaste activa	12,3	14,3	9,8	7,4	6,5	6,3	6,4
Voorraden	3,6	2,8	0,6	-1,0	-0,5	-0,2	1,2
Overheid	3,7	4,4	2,8	2,7	2,4	2,3	2,3
Nationale investeringen	19,6	21,5	13,2	9,1	8,4	8,4	9,9

Voor de bedrijfsinvesteringen in vaste activa, exclusief woningen, zijn in de periode na 1977 sterk gedaald. Maar niet alleen de bedrijfsinvesteringen, ook de overheidsinvesteringen zijn sterk gedaald. Ten opzichte van het gemiddelde niveau in de jaren zestig zijn deze, uitgedrukt in procenten van het nni, zelfs gehalveerd.

Het herstel van de nationale besparingen is vorig jaar gepaard gegaan met enig investeringsherstel. Overigens was daarbij nog nauwelijks sprake van een herstel van de investeringen in vaste activa. De toename van de nationale investeringen valt bijna geheel toe te schrijven aan de relatief forse voorraadvorming.

De daling van de nationale investeringen in de periode 1980 - 1983 is, bij gelijkblijvende nationale besparingen, verantwoordelijk voor de stijging van het nationale spaaroverschot. In 1984 zijn de nationale besparingen sterk opgelopen. Deze toename overtrof de toename van de netto investeringen, zodat per saldo ook in 1984 het nationaal spaaroverschot verder toenam.

* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Wat gebeurt er nu met het spaaroverschot?

Vanuit monetaire optiek is het van belang in hoeverre en op welke wijze dit overschot leidt tot kapitaalexport van de niet-monetaire sectoren.

Een spaaroverzicht van de private sector betekent een overschot aan middelen. Deze middelen kunnen naar keuze belegd worden op de binnenlandse en/of buitenlandse kapitaalmarkt, dan wel liquide worden aangehouden. In 1984 stond tegenover het omvangrijke spaaroverschot een grote netto kapitaaluitvoer. Daarmee werd het grote overschot op de lopende rekening, anders dan in 1983, voor het grootste gedeelte gecompenseerd door kapitaaluitvoer. In 1984 steeg de kapitaaluitvoer van de niet-monetaire sectoren met f. 9,6 mrd. tot f. 12,7 mrd. De transacties hadden vooral betrekking op het langlopende kapitaalverkeer van de private sector. De voornaamste posten in deze categorie zijn de directe investeringen, de effectentransacties en de kredietverlening op lange termijn. Per saldo stroomde in 1984 bij dit lange kapitaalverkeer f. 10,7 mrd. naar het buitenland af. Opvallend was de forse hogere uitstroom van kapitaal uit hoofde van directe investeringen van Nederland in het buitenland. Deze directe investeringen namen in 1984 met f. 3,6 mrd. toe tot f. 8,3 mrd.

Een deel van de omvangrijke kapitaaluitvoer heeft te maken met de combinatie van aanhoudend onzekere rendements- en afzetperspectieven op de binnenlandse markt. De ondernemers hebben tot nu toe gearzeld de extra middelen in de eigen onderneming te investeren. Men is er niet zeker van dat de stijgende afzet een blijvend verschijnsel is. Bovendien is het relatief gunstige investeringsklimaat in het buitenland een factor van betekenis. Hetzelfde geldt voor de inkomende stroom van directe investeringen uit het buitenland. Deze vertoont immers een aanhoudende daling. In 1984 werd nog maar voor ca. f. 1,4 mrd. aan directe investeringen uit het buitenland ontvangen. In procenten van het nni zijn deze buitenlandse investeringen gedaald van ca. 1,5% in de periode 1971 - 1975 tot ca. 0,4% in 1984. Kennelijk heeft Nederland voor buitenlandse investeerders aan aantrekkingskracht verloren. Per saldo is in 1984 in het directe investeringsverkeer voor f. 6,8 mrd. afgevoerd; f. 4,3 mrd. meer dan in 1983.

Ook bij het effectenverkeer was sprake van een afvloeien van kapitaal, vooral veroorzaakt door de toegenomen buitenlandse emissies op de Nederlandse kapitaalmarkt. Een relatief lage kapitaalmarktrente en gunstige overige condities maakten de Nederlandse kapitaalmarkt tot een interessante financieringsbron. De buitenlandse emissies namen vorig jaar met ca. f. 1 mrd. toe tot ruim f. 3 mrd.

Te zamen met de kredietverlening van de particuliere sector aan het buitenland leidde het totale kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren tot een afvloeien naar het buitenland van f. 12,7 mrd. Daarbij vond het grootste gedeelte plaats in het vierde kwartaal. Inclusief de nog te rubriceren posten leidde het totale niet-monetaire ver-

keer nog tot een relatief gering overschot van f. 1,5 mrd. In 1983 bedroeg dit overschot van de niet-monetaire sectoren nog f. 4,2 mrd.

De monetaire gevolgen

Het overschot van de niet-monetaire sectoren slaat neer bij de monetaire sectoren: De Nederlandsche Bank (DNB) en/of het bankwezen. Dit betekent dat de vorderingen van de niet-monetaire sectoren op deze monetaire sectoren toenemen, hetgeen gelijk staat aan liquiditeitscreatie uit buitenlandse bron. Tegelijkertijd nemen door een overschot van de niet-monetaire sectoren de vorderingen van de monetaire sectoren op het buitenland toe. DNB kan daarbij zelf bepalen in welke mate zij een dergelijk overschot absorbeert. Daarbij laat DNB zich leiden door de beoordeling van de valutaire positie van de gulden. Absorptie door DNB d.m.v. een vergroting van de officiële goud- en deviezenvoorraad, leidt namelijk tot een verruiming van de geldmarkt, waarvan in principe een renteverlagende werking kan uitgaan. Een dergelijke renteverlaging moet echter wel valutair verantwoord zijn. Is dat niet het geval dan zal het overschot van de niet-monetaire sectoren niet, of slechts ten dele, bij DNB maar bij de banken neerslaan in de vorm van een toename van het netto buitenlands actief. Hiervan gaat geen renteverlagend effect uit omdat de geldmarkt niet wordt verruimd.

In 1984 sloeg het overschot voor het grootste gedeelte neer in een toename van het netto buitenlands actief van het bankwezen met ca. f. 1 mrd. Dit betekent dat het overschot slechts voor f. 0,5 mrd. tot verruiming van de geldmarkt heeft geleid. Dat DNB niet van de mogelijkheid gebruik heeft gemaakt het gehele overschot te benutten voor geldmarktverruiming houdt verband met het gevoerde valutabeleid. In de praktijk heeft DNB een groot aantal instrumenten om ruimte en rente op de geldmarkt te beïnvloeden. In hoofdzaak is het geldmarktbeleid van DNB gericht op stabilisatie van de koersverhouding gulden-Duitse mark. Daarbij zou verdere verruiming van de geldmarkt, met als gevolg een mogelijk sterkere daling van de geldmarktrente ten opzichte van Duitsland, een ongewenste depreciatie van de gulden t.o.v. de Duitse mark kunnen veroorzaken.

Hoewel een gering overschot van de niet-monetaire sectoren een beperkte liquiditeitstoevoer uit het buitenland impliceert, komt DNB volgens de traditionele monetaire analyse tot een zeer afwijkend beeld van de liquiditeitscreatie uit buitenlandse bron. Voor het meten van deze liquiditeitsaanwas uit buitenlandse bron baseert DNB zich namelijk niet op de betalingsbalansstatistiek, maar op de registratie via de statistiek Balansen van geldscheppende instellingen. Opmerkelijk is dat via deze laatste registratiemethode in 1984 een veel omvangrijkere liquiditeitscreatie uit buitenlandse bron heeft plaatsgevonden: f. 7 mrd. i.p.v. f. 1,5 mrd. Het verschil is volgens DNB geheel toe te schrijven aan

koersfluctuaties, verschillen in registratiemethoden en overloop. Voor de totale liquiditeitscreatie van binnen- en buitenland te zamen is dit verschil echter niet van invloed. In 1984 nam de binnenlandse liquiditeitsmassa met in totaal ca. 8,8% toe, tegen 10,7% in 1983. De liquiditeitsquote liep verder op van 40,2% in 1983 tot 41,7% in 1984. Ondanks deze stijging van de quote voert DNB geen restrictief beleid. De binnenlandse liquiditeitscreatie geeft immers geen enkele aanleiding voor restrictief ingrijpen. De buitenlandse liquiditeitstoevoer is minder goed te beïnvloeden dan de binnenlandse liquiditeitscreatie, waartoe in het verleden het instrument van een kredietrestrictie effectief werd gehanteerd. DNB heeft in de praktijk slechts beperkte mogelijkheden de omvang van de kapitaalexport voldoende te sturen om het saldo op de lopende rekening te neutraliseren. Een indirecte mogelijkheid zou zijn om via een verlaging van de geldmarktrente een rentedaling op de kapitaalmarkt te bewerkstelligen, waardoor de kapitaalexport kan toenemen. Zoals eerder genoemd kan een daling van de geldmarktrente echter ongewenst zijn uit valutair oogpunt. Aan de andere kant hoeft DNB zich ook weer niet te veel zorgen te maken over de liquiditeitsgroei. Een groot deel van de liquiditeiten is immers bij de bedrijven neergeslagen. Bij een voortgaand herstel van de bedrijfsinvesteringen is het waarschijnlijk dat een deel van deze liquiditeiten, door invoer van investeringsgoederen naar het buitenland zal afvloeien.

Tot slot is mijns inziens een relativerende opmerking op zijn plaats ten aanzien van de berekeningswijze die aan de liquiditeitsquote ten grondslag ligt. Een hoge liquiditeitsquote suggereert immers een bepaalde mate van overliquiditeit. De vraag is echter of, en in hoeverre, de traditionele liquiditeitsquote, d.w.z. de verhouding tussen de binnenlandse liquiditeitsmassa en het nominale nationale inkomen, een voldoende maatstaf vormt voor de beoordeling van de feitelijke liquiditeitsgraad. Daartoe zou men eigenlijk de liquiditeitsmassa moeten relateren aan de totale omvang van alle transacties. In de praktijk is de omvang van laatstgenoemde grootheid echter moeilijk te bepalen. Daarom benadert men dit met behulp van het nationaal inkomen. In bepaalde situaties is deze benadering echter ontoereikend en kan men beter de liquiditeitsmassa relateren aan de omvang van de nationale middelen (nationaal produkt plus invoer). Dit met de gedachte dat een stijgende doorvoer in de buitenlandse handel niet of nauwelijks in het nationale inkomen tot uitdrukking komt, maar wel de liquiditeitsbehoefte doet toenemen. Bepaalt men aldus deze „alternatieve” liquiditeitsquote, dan ziet men een lichte daling van de quote in de jaren 1979 - 1981, terwijl de „traditionele” quote constant bleef. In de periode 1982 - 1983 zijn zowel de traditionele als de alternatieve quote gestegen. In 1984 loopt echter de traditionele quote op, terwijl de alternatieve quote constant bleef. Dit laatste zou dan indiceren dat de traditi-

onele liquiditeitsquote een overschatting geeft van de feitelijke „overliquiditeit”.

Conclusie

In het voorgaande is gesproken over de ontwikkeling van de nationale besparingen en investeringen. Geconstateerd werd dat het oplopend nationaal spaaroverschot identiek is aan een toenemend overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit overschot is in 1984 verder gestegen. Het overschot op de lopende rekening werd, in tegenstelling tot 1983, voor een groot deel gecompenseerd door een fors toegenomen kapitaaluitvoer. Mede gezien het internationaal lage renteniveau in Nederland – veroorzaakt door een aanhoudend sterke positie van de gulden – is het

niet verwonderlijk dat er via de kapitaalrekening liquiditeiten naar het buitenland afvloeiden. Vooral de kapitaaluitvoer in het lange particuliere verkeer is sterk gestegen, met name bij het effectenverkeer en de directe investeringen. Deze toegenomen kapitaalexport droeg bij aan beperking van de liquiditeitscreatie. De totale binnen- en buitenlandse liquiditeitscreatie bedroeg in 1984 ca. 8,8%, waardoor de liquiditeitsquote opliep tot 41,7%.

Ten opzichte van een gemiddeld niveau van ca. 35% in de jaren zeventig betekent dit een zeer forse stijging. De alternatieve liquiditeitsquote geeft echter aan dat de feitelijke overliquiditeit wel eens geringer zou kunnen zijn dan de traditionele quote suggereert.

P.M. Feenstra