

Vier jaar Reaganomics

Enkele gevolgen voor de ontwikkeling van de rente, de dollarkoers en het kapitaalverkeer

DR. A.H.E.M. WELLINK*

Vier jaar Reaganomics hebben behalve voor de Amerikaanse economie ook belangrijke gevolgen voor de Europese en de nationale economie gehad. In dit artikel probeert de auteur enkele van deze gevolgen te traceren. De relatief gunstige economische ontwikkelingen in de VS in de jaren 1981 t/m 1984 bewijzen volgens de auteur niet dat Europese landen zoals Nederland een expansiever begrotingsbeleid zouden moeten gaan voeren. De conclusie van vier jaar Reaganomics voor ons land is daarentegen dat, naast de reeds bereikte beheerste loonontwikkeling en lage inflatie, ook het herstel van een begrotingspositie nodig is van waaruit, zoals in 1981 in de VS, zo nodig (via lastenverlichting) een groei-ondersteunend beleid kan worden gevoerd. Alvorens een relatie te leggen tussen de economische ontwikkelingen die in de Reagan-periode in gang zijn gezet en de gevolgen hiervan voor rentestanden, wisselkoersen en het kapitaalverkeer tussen Nederland en de Verenigde Staten, volgen eerst enkele opmerkingen over het in de Verenigde Staten gevoerde beleid en de daarmee behaalde resultaten.

Reaganomics

Reaganomics staat, kort samengevat, voor minder overheidsbemoeienis en meer ruimte voor de particuliere sector. In concreto gaat het dan om zaken als beperking van de overheidsuitgaven, verlaging van de belastingdruk, vermindering van regelgeving en het voeren van een stabiel monetair beleid. Dit waren dan ook precies de hoofdelementen van het economisch beleidsprogramma dat president Reagan begin 1981 aan het Amerikaanse Congres presenteerde. De steun in de Verenigde Staten voor dit beleid kan niet los worden gezien van de teleurstellende economische resultaten in de jaren zeventig. Amerika ging de jaren tachtig in met een inflatie van 13½%, een destijds als buitengewoon hoog beschouwde werkloosheid (circa 7%) en een economie waarin nauwelijks meer sprake was van produktiviteitsgroei. Reagan beloofde een drastische ommekeer, waarbij ruimte zou worden geschapen voor de particuliere sector en aandacht zou worden gegeven aan de aanbodzijde van de economie.

Bij vergelijking van de resultaten in de jaren 1981 t/m 1984 met de projecties van de regering-Reagan voor die zelfde periode valt op dat *gemiddeld per jaar genomen* de werkloosheid hoger was dan verwacht (8,6% in plaats van 7%), de inflatie lager (6% in plaats van 7,8%), terwijl ook de economische groei lager was dan verwacht (2,7% in plaats van 3,7%). Erg veel hoger waren de reële lange rente (6,6% in plaats van 0,9%) en het federale begrotingstekort (gemiddeld \$ 150 mrd. per jaar in plaats van \$ 30 mrd.). Beziet men de periode als geheel dan kan dus bepaald niet worden gezegd dat Reagan alle beloften heeft kunnen inlossen. Debet daaraan was onder meer de in de tweede helft van 1981 in gang gezette recessie. Concentreert men zich echter op het jaar 1984 dan ontstaat ten dele een ander beeld.

In veel opzichten was 1984 voor de Amerikaanse economie een spectaculair jaar:

- de sterkste groei sinds 1951 (6,8%);
- de laagste inflatie sinds 1967 (3,8%);

- ultimo 1984 de hoogste dollarkoers sinds juli 1971;
- de omvangrijkste daling van de werkloosheid in één jaar sinds 1941;
- in procenten van het bruto nationaal product het grootste betalingsbalanstekort sinds de tweede helft van de vorige eeuw (zodat voor het eerst sinds 1914 Amerika weer netto schuldenaar werd); en opnieuw
- een gigantisch tekort op de federale begroting (\$ 185 mrd.).

Uit deze cijfers komt een zeer ambivalent beeld naar voren. Afgemeten aan groei, inflatie en werkgelegenheidsbeloop in 1984 moet het oordeel over de resultaten van het in de Verenigde Staten gevoerde beleid gunstig zijn, al is het inflatiecijfer geflatteerd door de zeer hoge koers van de dollar. Gemeten echter naar de externe positie, de situatie bij de overheidsfinanciën en het beloop van de dollarkoers kan niet anders worden geconcludeerd dan dat zich in Amerika in hoog tempo onhoudbare onevenwichtigheden hebben opgebouwd.

Effectiviteit van het beleid

De vraag is in hoeverre het door Reagan gevoerde beleid – qua filosofie een aanbod- en niet een vraaggeoriënteerd beleid – bovengenoemde resultaten heeft veroorzaakt. De balans opmakend krijgt men de indruk dat de uitbundige groei in 1984 in belangrijke mate toch ook het gevolg was van het keynesiaanse karakter van het expansieve begrotingsbeleid. Daarnaast droeg vooral de beheerste loonontwikkeling bij tot sterke vermindering van de inflatie en aanzienlijke uitbreiding van de werkgelegenheid. Door de relatief grote flexibiliteit van de Amerikaanse

* Directeur van De Nederlandsche Bank N.V.

economie en de onderbezetting van het productieapparaat konden de impulsen vanuit de collectieve en particuliere sector zich ook daadwerkelijk in reële economische groei vertalen. Herwonnen vertrouwen in eigen kracht en in de toekomst bij bedrijfsleven en consumenten speelde bij dit alles een belangrijke rol.

Aanhangers van Reagan leggen er vooral de nadruk op dat het zijn aanbodgeoriënteerde economische politiek is, die het „groeiwonder” in de Verenigde Staten tot stand heeft gebracht. Daarbij wijzen zij op de buitengewoon krachtige toeneming van de investeringen tijdens de huidige herstelperiode. De investeringsgroei in vaste activa (circa 18% op jaarbasis) was sterker dan in enige naoorlogse herstelperiode. Dit zou met name zijn veroorzaakt door de fiscale investeringsstimulansen. Vergeten wordt dan echter dat het beleid tevens tot zodanig hoge (reële) rentestanden heeft geleid, dat hierdoor het effect van de belastingverlichtingen op de kapitaalkosten vermoedelijk meer dan ongedaan is gemaakt. Maar onder meer door de dalende arbeidskosten is dat voor het winst- en investeringsherstel voor eerst niet prohibitief geweest. De ongewoon sterke expansie van de investeringen in de Verenigde Staten kan daarom het beste worden gezien als het gecombineerde gevolg van een beheerste kosten- en lastenontwikkeling, begrotingsstimulering en het vanaf 1982 betrekkelijk accommoderende monetaire beleid. Deze factoren te zamen droegen bij aan gunstige afzet (verwachtingen); in dezelfde richting werkten ook het beschikbaar komen van nieuwe technologieën en een versnelde veroudering van de bestaande kapitaalgoederen voorraad door de sterk gestegen energieprijzen en de toegenomen milieu-eisen.

Een belangrijke vraag is welke repercussies de Amerikaanse ontwikkelingen hebben gehad voor de rest van de wereld, en met name voor Nederland. Dit artikel beperkt zich tot de gevolgen voor rentestanden, wisselkoersen en bilaterale kapitaalbewegingen tussen de Verenigde Staten en Nederland.

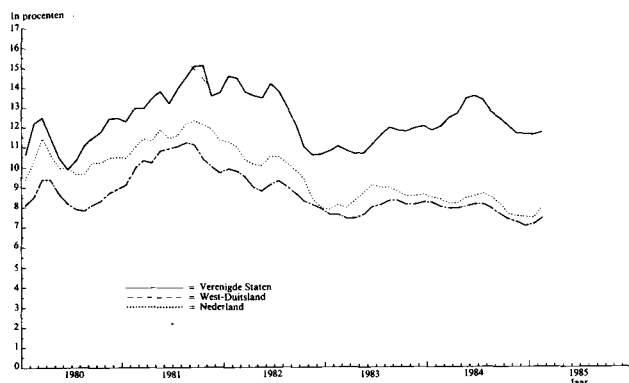
De lange rente in de Verenigde Staten

Verskillende verklaringen voor de hoge nominale en reële rente in de Verenigde Staten doen opgeld:

- de sterke stijging van het tekort van de federale overheid, in combinatie met een minder accommoderend monetair beleid dan in de jaren zeventig;
- een premieopslag in de rente ter compensatie van het risico dat de inflatie weer zal gaan versnellen;
- de verhoging van het rendement op nieuwe investeringen in de Verenigde Staten, deels als gevolg van het gevoerde beleid.

De eerste verklaring (de stijging van het tekort in combinatie met het gevoerde monetaire beleid) wordt buiten Amerika als de meest voor de hand liggende gezien. Daar zijn ook goede redenen voor. Af te meten aan het beloop van de structurele component in het begrotingstekort hebben de Verenigde Staten sinds 1980 het meest expansieve begrotingsbeleid van alle geïndustrialiseerde landen gevoerd. Werd in 1979 nog een overschot gerealiseerd (van 0,6% van het bnp), in 1982 was reeds sprake van een

Figuur 1. Ontwikkeling van de nominale lange rente in de VS, West-Duitsland en Nederland



President Reagan: aanbodeconoom of keynesiaan?

zeer omvangrijk tekort (van 3,8% van het bnp). Ondanks de ongewoon sterke groei van de Amerikaanse economie in de jaren 1983 en 1984 zijn de budgettaire „inverdieneffecten” hiervan niet zo groot geweest dat het tekort hierdoor kon teruglopen.

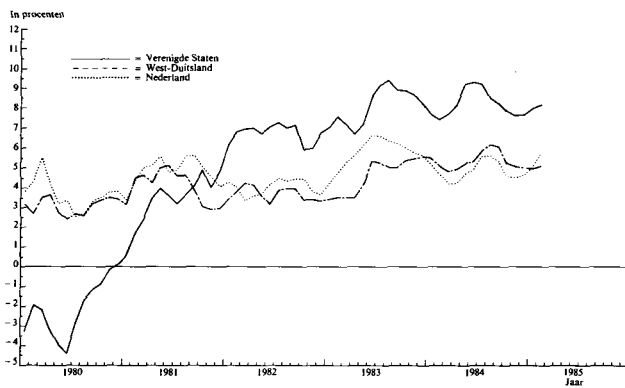
Het is uiteraard niet alleen de stijging van het tekort zelf, maar ook de wijze waarop de monetaire autoriteiten hierop hebben ingespeeld, die van invloed is geweest op de rentestand in de Verenigde Staten. Naarmate ter bestrijding respectievelijk voorkoming van inflatie minder monetaire accommodatie van de kredietvraag optreedt, vertaalt dit zich in een hogere rente. Met name in 1980 en 1981 was de (verkrappende) monetaire beleidsreactie op het snel stijgende begrotingstekort een belangrijke renteoprijvende factor. Vanaf 1982 – toen men met de inflatiebestrijding succes begon te boeken – versoepelde het monetaire beleid en verminderde geleidelijk de invloed van dit beleid op de rente.

In die tijd begon ook een tweede verklaring voor de hoge rente opgeld te doen. Het hoog blijven van de rente, ondanks versoepeling van het monetaire beleid, zou mede toe te schrijven zijn aan een door beleggers gewenste inflatierisicopremie. Dit speelde in 1982 en 1983 zeker een rol. In 1981 bedroeg de inflatie in de Verenigde Staten (afgemeten aan de bnp-deflator) nog circa 9,5%, waarna in 1982 en 1983 een daling optrad tot 6 respectievelijk 3,8%. De bestendigheid van deze daling werd aanvankelijk gewantrouwd. Nu echter de inflatie al bijna drie jaar 3½ à 4% bedraagt en de verwachtingen voor de komende paar jaar in dezelfde orde van grootte liggen, is het niet plausibel meer een forse inflatierisicopremie in de rente te veronderstellen. Toch valt enige indekking door beleggers tegen toekomstige inflatie niet geheel uit te sluiten, nl. indien en voor zover zij zich realiseren dat door de zeer hoge dollarkoersen het Amerikaanse inflatiecijfer tijdelijk is geflatteerd.

De derde verklaring (het hoge reële rendement op investeringen in de Verenigde Staten) wordt vooral gehanteerd door de Amerikaanse regering. Als gevolg van het door Reagan gevoerde algemeen-economische en fiscale beleid zijn zodanig rendabele investeringsmogelijkheden geschapen dat voor het (massaal) opgenomen krediet ook een hoge reële rente betaald kan worden.

Beziet men de Reagan-periode als geheel dan kan toch moeilijk anders worden geconcludeerd dan dat de ontwikkeling van het begrotingstekort de dominante, onderliggende factor is bij

Figuur 2. Ontwikkeling van de reële lange rente in de VS, West-Duitsland en Nederland



de verklaring van het hoge Amerikaanse renteniveau. In de beginjaren van de regering-Reagan werd deze factor versterkt of liever: werd de invloed hiervan versneld zichtbaar gemaakt door het monetaire beleid. Later speelden ook bij de feitelijke inflatie najlende verwachtingen en een gunstig reëel rendement op investeringen een rol.

De lange rente elders (waaronder in Nederland)

Het zou te ver gaan de hoge nominale en reële rentestanden elders in de wereld geheel aan de Verenigde Staten en aan de Reaganomics te wijten. Daarvoor zijn ook op dit moment de nominale en reële rentestanden tussen de verschillende landen te zeer uiteenlopend. Daarvoor ook is er qua timing te weinig samenhang met de renteomslag in de Verenigde Staten in 1980. In Nederland bij voorbeeld begon de reële rente in 1977 reeds fors op te lopen. Ook eigen beleid speelt derhalve een belangrijke rol, met name op budgettair terrein.

Hoezeer dat eigen beleid van belang is, kan de Amerikaanse ervaring leren. In 1980, het laatste jaar van de regering-Carter, lag de nominale (lange) rente in Nederland 0 à 1% onder die in de Verenigde Staten. Inmiddels is het verschil tot circa 4% opgelopen. De reële (lange) rente lag in 1980 in Nederland gemiddeld 5% boven de Amerikaanse rente, maar ligt er thans meer dan 3% onder (zie figuren 1 en 2). Hoezeer derhalve ook een land als Nederland de bewegingen in de VS-rente volgt, op langere termijn kunnen wel degelijk forse wijzigingen in de renteverhoudingen optreden. Erg verwonderlijk is dit niet, omdat het EMS-valutablok (en dus ook de gulden) in feite zweeft ten opzichte van de dollar.

De stelling dat eigen beleid van grote betekenis is voor het renteniveau op de binnenlandse kapitaalmarkt, impliceert uiteraard gezinszins dat dit niet zou kunnen worden gefrustreerd door het Amerikaanse economische beleid. Het sterke oplopen van de dollarkoers heeft op zich consequenties voor de inflatie elders in de wereld. Depreciërende valuta's importeren immers inflatie. Tot nu toe heeft dit in Europa nog niet tot echt grote problemen geleid, omdat de andere oorzaken van inflatie (met name de lonen) nagenoeg niet werkzaam waren. Zorgen te dien aanzien bestaan er echter in sommige landen wel degelijk. In een aantal gevallen zijn uit binnenlands oogpunt gerechtvaardigde renteverlagingen niet doorgestaan vanwege de hoge dollarkoers. Er is soms zelfs toevlucht gezocht tot renteverhoging. Dit slaat mede op Duitsland en daarmee indirect op landen zoals Nederland, die zich vooral op Duitsland richten. De hoge rente/hoge dollarspiraal in de Verenigde Staten maakt het daarom onmogelijk om ten volle de vruchten van bij voorbeeld eigen sanerend begrotingsbeleid te plukken.

De koersontwikkeling

In de Reagan-periode, vanaf begin 1981 dus, is de dollarkoers uitermate sterk gestegen. Gewogen naar handelsstromen be-

droeg de appreciatie van de dollar in de periode ultimo 1980/ultimo 1984 circa 65%. In gulden uitgedrukt was een dollar eind april 1985 ca. f. 3,50 waard, tegen f. 2,12 eind 1980. Bij de zeer forse stijging van de koers van de dollar spelen met name twee groepen van factoren een rol:

- in de eerste helft van de jaren tachtig is het vertrouwen in de politieke en economische ontwikkeling in de Verenigde Staten in hoog tempo toegenomen;
- (reële) rente- en rendementsverschillen tussen de Verenigde Staten en de rest van de wereld.

Daarbij is uiteraard van belang dat de dollar in de loop der jaren meer en meer de spil van de internationale financiële wereld is geworden.

Soms domineerde de invloed van vertrouwensfactoren, dan weer die van rentefactoren. Zo werd in de eerste helft van 1984 de oplopende dollarkoers veroorzaakt door een toenemend rente-écart, terwijl in de tweede helft van vorig jaar met name vertrouwensfactoren (onder meer goed nieuws van het loon- en prijzenfront) een rol speelden. Daardoor kon, bij een verder stijgende dollarkoers, in de periode juli 1984 tot januari 1985 de rente in de Verenigde Staten met 2 à 3%-punten dalen, met in het voetspoor een (duidelijk minder sterke) daling in Europa en ook in Nederland.

Voor zover renteverschillen (en dus de hoge rente in de Verenigde Staten) van belang zijn, ligt er een relatie tussen de koersontwikkeling van de dollar en het budgettaire en het monetaire beleid in de Verenigde Staten. De belangrijkste oorzaak echter voor de sterke opwaartse druk op de dollar vanaf 1981 moet toch het toegenomen vertrouwen zijn in de relatieve kracht van de VS-economie. Anders kan niet worden verklaard waarom in het geval van de VS de regel niet zou opgaan dat ontsporende begrotings- en betalingsbalanstekorten worden afgestraft met een depreciërende valuta en een stijgende rente. Een fundamentele omslag in het vertrouwen in de Amerikaanse economie zal daarom aanzienlijke repercussies kunnen hebben op wisselkoers en rentestand. Zo'n vertrouwensomslag is er nog niet, al reageren de financiële markten steeds gevoeliger op economische berichtgeving uit de Verenigde Staten. Aangezien de kans op een vertrouwensbreuk in belangrijke mate wordt bepaald door de geloofwaardigheid van het Amerikaanse begrotingsbeleid, is het van zeer groot belang dat het ombuigingsprogramma van de regering-Reagan (circa \$50 mrd. dollar in 1986, oplopend tot \$140 mrd. op jaarbasis in 1990) wordt gerealiseerd.

Gevolgen voor het kapitaalverkeer met Nederland

De forse economische groei in de Verenigde Staten, de hoge dollarkoers en de hoge rente hebben grote invloed op andere economieën gehad, waaronder de Nederlandse. Zoals reeds eerder opgemerkt, komen in dit artikel slechts rente- en wisselkoersgevolgen aan de orde, alsmede meer in het algemeen de invloed op de Nederlandse kapitaalmarkt. Die invloed kan, afgezien van de reeds behandelde gevolgen voor de rente, het best zichtbaar worden gemaakt aan de hand van het bilaterale kapitaalverkeer tussen de Verenigde Staten en Nederland in de periode 1981-1984.

Wat betreft het investeringsverkeer is duidelijk dat een stijging van de dollarkoers in het algemeen de animo van Nederlandse ondernemingen doet verminderen om in de Verenigde Staten te investeren. Dat blijkt met name uit het investeringsgedrag van ondernemingen werkzaam in de dienstensector (tabel 1). In 1983 en 1984 ziet men uit hoofde hiervan een absolute daling van de Nederlandse investeringstroom naar de Verenigde Staten. Omgekeerd zou men bij een stijging van de dollarkoers een toeneming van de Amerikaanse investeringen in Nederland verwachten. Vanaf 1970 is er in de meeste jaren sprake geweest van daling. Daaraan lag naast de destijds dure gulden met name ook de geringe winstgevendheid van het Nederlandse bedrijfsleven ten grondslag. In de recente jaren, waarin de winsten zich in Nederland begonnen te herstellen en de dollarkoers gestegen is, lijkt toch weer enig herstel te bespeuren; blijkens een enquête van het Department of Commerce zijn de investeringsplannen van Amerikaanse dochterondernemingen in Nederland thans toegenomen. Dat geldt ook bij vergelijking met Amerikaanse in-

vesteringsplannen elders in de wereld.

Overigens zijn de cijfers met betrekking tot de totale investeringsstromen, zoals die worden ontleend aan de betalingsbalansregistratie door De Nederlandsche Bank, niet gemakkelijk te interpreteren door grote rekening-courantmutaties bij multinationals. Die mutaties, in 1982 en 1984 neerkomend op substantiële „terugtrekking” van Amerikaans investeringskapitaal, zijn vooral gelokaliseerd in de oliesector en hebben (naast mutaties in verrekeningen voor olieleveranties) in belangrijke mate van doen met de hoge rente in de Verenigde Staten. Die hoge rente verklaart dan ook de zeer forse omslag die in 1981 in de investeringsbalans van de Verenigde Staten met de rest van de wereld optrad.

Ook op het beleggingsverkeer tussen Nederland en de Verenigde Staten (aandelen, obligaties, onderhandse leningen en onroerend goed) zijn de ontwikkelingen in de Verenigde Staten van zeer grote invloed geweest (zie tabel 2). Anders dan wel eens wordt gedacht, wordt Nederland wat beleggingskapitaal betreft niet leeggezogen door de Verenigde Staten. In de periode 1981 t/m 1984 vloeiende via het beleggingsverkeer per saldo circa f. 3 mrd. vanuit Amerika naar Nederland. Dit is een bepaald opmerkelijke ontwikkeling, gezien de grote tekorten op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans en de overschotten die door Nederland worden geboekt.

Er zijn overigens grote schommelingen in het beleggingsverkeer tussen de Verenigde Staten en Nederland. Zo vloeiende in de eerste helft van 1984 per saldo f. 700 mln. af, terwijl in de tweede helft van vorig jaar het zeer forse bedrag van circa f. 2 ¼ mrd. toevloeiende. De schommelingen worden in belangrijke mate veroorzaakt door het aandelenverkeer en hangen mede samen met het relatief snel tot winstneming geneigde optreden van Amerikaanse beleggers, hetgeen – dit terzijde – nog eens het belang illustreert van voldoende continuïteit in het economische beleid.

In 1983 manifesteerde zich voor het eerst een aandelenkoopgolf uit de Verenigde Staten. Na een afstoot van Nederlandse aandelen in de eerste helft van 1984 keerden vervolgens de Amerikaanse beleggers op grote schaal weer als kopers terug. Dit ging in de tweede helft van vorig jaar gepaard met een omvangrijke afstoot door Nederlandse beleggers van Amerikaanse aandelen. In het midden van de jaren zeventig ligt wat dit betreft een breuk-

lijn. Werden voordien jaar in jaar uit door Nederlandse beleggers Amerikaanse aandelen gekocht, vanaf 1976 werd er gemiddeld per jaar voor bijna f. 500 mln. verkocht.

De oorzaken van de Amerikaanse belangstelling voor Nederlandse aandelen zijn duidelijk. Door de gunstige economische gang van zaken in de Verenigde Staten en het vertrouwen van de belegger in het beleid van president Reagan liepen van medio 1982 tot in de tweede helft van 1983 de beurskoersen in de Verenigde Staten zeer snel op. Europa werd daardoor in zekere zin een goedkoopte-iland, hetgeen zich voor het eerst manifesteerde in de aankoopgolf van 1983. Nog steeds geldt de Amsterdamse beurs, ondanks de opgetreden stijging van de koersen, als betrekkelijk goedkoop. Relevant zijn in dit verband zonder enige twijfel de sterk verbeterde winsten van een groot aantal Nederlandse ondernemingen. Van groot belang is voorts de in de afgelopen jaren sterk opgelopen koers van de dollar, waardoor voor Amerikaanse beleggers Europese en Nederlandse aandelen betrekkelijk voordelig te verwerven waren. De belangstelling voor een aantal Nederlandse beursfondsen werd daarnaast mede ingegeven door hun goede internationale verhandelbaarheid.

Bestond voor aandelen in de afgelopen jaren grote belangstelling aan Amerikaanse zijde, de belangstelling voor Nederlandse obligaties was betrekkelijk gering. In de jaren 1981 t/m 1984 werden overigens nog steeds voor circa f. 200 mln. overheidsobligaties gekocht, terwijl voor een nagenoeg zelfde bedrag overige obligaties werden afgestoten. De zeer geringe belangstelling vanuit de Verenigde Staten voor vastrentend Nederlands beleggingspapier kan uiteraard niet los worden gezien van de relatief lage nominale rente in Nederland (en de hoge rente in de Verenigde Staten en de stijgende dollarkoers).

Lessen en gevolgen voor Europa en Nederland

De relatief gunstige economische ontwikkelingen in de Verenigde Staten gedurende de afgelopen jaren bewijzen bepaald niet, dat Europa resp. Nederland een expansiever begrotingsbeleid zou moeten gaan volgen:

- toen de Amerikaanse regering met een stimulerend budgettair beleid begon, lag het begrotingstekort rond nul. Het hui-

Tabel 1. Het directe investeringsverkeer met de Verenigde Staten, in mln. gld.

Omschrijving	1980	1981	1982	1983	1984	1983		1984	
						1e half-jaar	2e half-jaar	1e half-jaar	2e half-jaar
Nederlandse investeringen in de VS	-1.761	-1.892	-2.594	-1.782	-1.624	-1.280	-502	-1.001	-623
waarvan:									
– kapitaaldeelname	-1.674	-1.137	-1.095	-990	-756	-492	-498	-398	-358
– lange investeringskredieten	73	-706	-792	-508	-228	-424	-84	-216	-12
– korte investeringskredieten	-156	-145	-634	-265	-608	-286	21	-111	-497
– R/C-saldi binnen concernverband	-4	96	-73	-19	-32	-78	59	-276	244
Investerings van de VS in Nederland	908	722	-575	402	-33	-7	409	477	-510
waarvan:									
– kapitaaldeelname	174	98	337	104	291	14	90	385	-94
– lange investeringskredieten	-25	223	645	394	-46	434	-40	-123	77
– korte investeringskredieten	21	3	38	-50	285	-33	-17	6	279
– R/C-saldi binnen concernverband	738	398	-1.595	-46	-563	-422	376	209	-772
Totaal	-853	-1.170	-3.169	-1.380	-1.657	-1.287	-93	-524	-1.133
	Nederlands kapitaal		Buitenlands kapitaal			Saldo			
	1982	1983	1984	1982	1983	1984	1982	1983	1984
Saldo directe investeringen Nederland/Verenigde Staten									
– industrie	-1.140	-1.037	-1.346	-1.281	-29	-303	-2.421	-1.066	-1.649
– dienstverlening	-1.439	-662	-279	706	426	278	-733	-236	-1
– overig	-15	-83	1	-	5	-8	-15	-78	-7
Totaal	-2.594	-1.782	-1.624	-575	402	-33	-3.169	-1.380	-1.657
(Idem in procenten van het nationale inkomen)	(-0,8)	(-0,5)	(-0,5)	(-0,2)	(0,1)	(-0,0)	(-1,0)	(-0,4)	(-0,5)

Tabel 2. Het beleggingsverkeer met de Verenigde Staten, in mln. gld.

Omschrijving	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1983		1984	
								1e half-jaar	2e half-jaar	1e half-jaar	2e half-jaar
Nederlands kapitaal	-525	-834	181	-307	253	381	1.443	-55	436	722	721
waarvan:											
- aandelen	236	327	496	93	547	465	1.103	268	197	99	1.004
- obligaties	-391	-501	-293	-206	-351	-115	-212	-333	218	109	-321
- aflossingen	16	11	36	78	105	225	424	124	101	206	218
- onderhandse leningen	-51	-60	-17	19	-7	-1	2	1	-2	3	-1
- onroerend goed	-335	-611	-41	-291	-41	-193	126	-115	-78	305	-179
Buitenlands kapitaal	-209	211	620	171	20	880	73	974	-94	-1.419	1.492
waarvan:											
- aandelen	-122	294	674	128	52	950	139	1.002	-52	-1.345	1.484
- overheidsobligaties	•	34	-14	73	50	100	-28	33	67	-62	34
- overige obligaties	-70	-67	19	16	-57	-165	16	-49	-116	8	8
- aflossingen	-4	-15	-48	-50	-98	-44	-53	-1	-43	-13	-40
- onderhandse leningen	-2	4	-1	12	77	36	-2	-12	48	-2	-
- onroerend goed	-11	-9	-10	-8	-4	3	1	1	2	-5	6
Totaal	-734	-623	801	-136	273	1.261	1.516	919	342	-697	2.213

dige (als excessief hoog beschouwde) Amerikaanse tekort is, in procenten van het bnp, nog altijd lager dan het begrotingstekort van de meeste Europese overheden;

- de Verenigde Staten zijn in een veel gunstiger positie dan de meeste andere landen om uit het buitenland kapitaal (in dollars) aan te trekken en kunnen zich aldus gedurende relatief lange tijd een stijgend begrotingstekort veroorloven zonder de particuliere investeringen te verdringen;
- zonder drastische beleidsombuigingen gaat het Amerikaanse begrotingsbeleid totaal vastlopen. Dat beseft men ook in de Verenigde Staten, getuige de bezuinigingsvoornemens van de regering-Reagan. Deze bezuinigingsvoornemens komen voor 1986 neer op ombuigingen ter grootte van \$50 mrd., of wel ca. 5% van de uitgaven op de federale begroting. Daarna loopt het totale ombuigingsbedrag geleidelijk op tot \$140 mrd. op jaarbasis in 1990. Vertaald naar Nederlandse verhoudingen betekent een ombuiging in 1986 van 5% op de collectieve uitgaven een netto bedrag van ca. f. 8 mrd.

Toch valt in een aantal opzichten wel degelijk lering te trekken uit de Amerikaanse ervaringen met Reaganomics. Belangrijke voorwaarden voor een levendige en houdbare groei blijken te zijn:

- herstel van een begrotingspositie van waaruit, zoals in 1981 in de VS en straks in Duitsland en Japan, zo nodig een groei-ondersteunend beleid kan worden gevoerd;
- lastenverlichting en een duurzame handhaving daarvan (zoals in de Verenigde Staten, maar met een betere honorering van de bijpassende prioriteit voor uitgavenbeperking);
- voldoende flexibel werkende markten;
- een beheerste loontwikkeling waarbij de effectieve vraag (mede) door een hervatte toeneming van de werkgelegenheid wordt gedragen;
- doortastende inflatiebestrijding waardoor vervolgens een betrekkelijk accommoderend monetair beleid mogelijk wordt.

Aan de laatstgenoemde twee voorwaarden (beheerste loontwikkeling en lage inflatie) is in ons land thans royaal voldaan. Helaas kan op dit moment nog niet worden gesproken van een zodanige sanering van de overheidsfinanciën dat vanuit de begroting weer groei-ondersteunende impulsen kunnen uitgaan en lastenverlichtingen prioriteit zouden kunnen krijgen boven tekortverlaging. Een eventuele neergang van de conjunctuur impliceert immers dat - uitgaande van het huidige niveau van het financieringstekort - dit tekort al gauw weer in de dubbele cijfers terechtkomt. De rentelastenspiraal waarin de begroting thans gevangen zit, wordt dan niet doorbroken maar versterkt. Verdere sanering van de openbare financiën - hoe moeilijk, volmondig toegegeven, deze weg ook moge zijn - levert daaren-

tegen de mogelijkheid een onafhankelijker koers op renteterreinen opzichte van het buitenland te volgen. Daarmee kan die sanering, door het verminderen van de opwaartse druk op de rentelasten van de overheid langs twee wegen (lagere rente en minder schuld) geleidelijk een zekere vliegwielerwerking krijgen.

A.H.E.M. Wellink