

Het lange kapitaalverkeer

Toenemende tekorten bij het structurele verkeer

DRS. P. M. FEENSTRA*

Inleiding

Voor het eerst sinds 1977 vertoonde de lopende rekening van de betalingsbalans in 1981 weer een overschot (f. 5,8 mrd. op kasbasis). Deze omslag op de lopende rekening werd voornamelijk bepaald door conjuncturele factoren en incidentele meevallers. Bij het niet-monetaire kapitaalverkeer was daarentegen weer sprake van een tekort van f. 5,5 mrd.

Deze omslag in een tekort in 1981 kwam voornamelijk voor rekening van het structurele kapitaalverkeer en het kapitaalverkeer met beleggingskarakter. Het saldo van het structurele kapitaalverkeer geeft al sinds 1971 toenemende tekorten te zien. Per saldo ontstond in 1981 in het totale verkeer van de niet-monetaire sectoren met het buitenland weer een (gering) overschot.

Het overschot der niet-monetaire sectoren

Een overschot van de niet-monetaire sectoren leidt tot een toename van de vorderingen van de monetaire sectoren op het buitenland: een toename van de officiële goud- en deviezenreserves van De Nederlandsche Bank of een toename van het netto buitenlands actief van de banken. In dit artikel zal echter niet op het verkeer van de monetaire sectoren worden ingegaan.

Zoals uit figuur 1 blijkt is het totale saldo van de niet-monetaire sectoren in de periode 1972-1980 geleidelijk aan verslechterd. Opvallend is het verloop van de saldi lopende rekening en kapitaal-

rekening. Het saldo van de kapitaalrekening vertoonde de laatste jaren een spiegelbeeldig verloop met het saldo van de lopende rekening. Een overschot op de lopende rekening werd min of meer gecompenseerd door per saldo kapitaaluitvoer en omgekeerd.

Het lange kapitaalverkeer

Ten einde een beter inzicht te krijgen in de structuur van de kapitaalrekening wordt door De Nederlandsche Bank een onderverdeling gemaakt naar de aard van de vermogenstransacties. Zo wordt een onderscheid gemaakt in kort en lang kapitaal. Vervolgens wordt binnen het lange kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren een driedeling gemaakt in structureel kapitaalverkeer, kapitaalverkeer met financieringskarakter en kapitaalverkeer met beleggingskarakter.

Het structurele kapitaalverkeer

Het structurele kapitaalverkeer omvat als belangrijkste component het saldo van de directe investeringen van en naar het buitenland. In 1981 kwam ca. 80% van het totale tekort in het structurele kapitaalverkeer voor rekening van het saldo directe investeringen.

Als directe investeringen worden aangemerkt beleggingen bedoeld om duurzame banden te scheppen. Hierbij valt met name te denken aan beleggingen in

ondernemingen waarbij de investeerder invloed krijgt op het beleid. Het betreft hier zowel kapitaaldeelnames — in de vorm van 100% dochterbedrijven of van meerderheids- of minderheidsparticipaties in bestaande bedrijven — alsook de kredietverlening binnen concernverband, inclusief de rekening-courantverhoudingen.

In 1978 namen 1.400 Nederlandse bedrijven deel in 4.800 buitenlandse bedrijven. Omgekeerd namen ruim 2.600 buitenlandse bedrijven deel in ca. 2.200 Nederlandse bedrijven. Daarnaast omvat het structurele verkeer ook eenzijdige overdrachten en langlopende kredietverlening.

Nederlandse investeringen in het buitenland

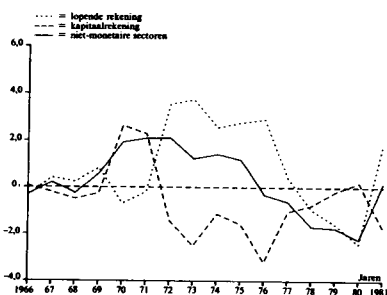
Voor na 1970 zijn de directe investeringen in het buitenland sterk toegenomen (zie tabel 1). Als percentage van het bruto nationaal product (bnp) bleven zij evenwel redelijk constant.

Deze ontwikkeling contrasteert scherp met de binnenlandse investeringen van bedrijven, die de laatste jaren een sterke daling hebben vertoond. Factoren die de sterke groei van de Nederlandse investeringen in het buitenland hebben beïnvloed zijn onder meer de beperkte omvang en verzadiging van de thuismarkt en de noodzaak voor bedrijven hun greep op buitenlandse markten te verstevigen. Met behulp van zelfstandige vestigingen in de betreffende landen kunnen buitenlandse marktaandelen behouden of uitgebreid worden. Daarnaast is bij aanwezigheid van hoge tariefmuren penetratie van buitenlandse markten vrijwel alleen via zelfstandige vestigingen mogelijk.

Het is tekenend voor de ongunstige afzetontwikkeling op de binnenlandse markt dat het Nederlandse bedrijfsleven een relatief groot gedeelte van de beschikbare middelen in het buitenland investeert.

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

Figuur 1. Saldi betalingsbalans (in procenten van het netto nationale inkomen)



Tabel 1. Nederlandse investeringen in het buitenland

Gemiddelde stroom in mrd. gid.	1966/1970	Procentueel aandeel	1971/1975	Procentueel aandeel	1976/1981	Procentueel aandeel
BLEU	122	9	476	15,5	595	12
West-Duitsland	303	22	398	13	110	2,5
Frankrijk	122	9	228	7,5	310	6,5
Verenigd Koninkrijk	275	20	680	22	1.295	26,5
Overig EG	56	4	138	4,5	189	4
Totaal EG	878	63	1.920	62,5	2.499	51,5
Verenigde Staten	152	11	390	12,5	1.161	23,5
Overige ontwikkelde landen	109	8	-33	-1	425	8,5
Ontwikkelingslanden	252	18	807	26	797	16,5
Totaal	1.391	100	3.083	100	4.882	100

Bron: Ontleend aan gegevens van De Nederlandsche Bank.

In de afgelopen jaren heeft in de geografische structuur van deze investeringen een belangrijke verschuiving plaatsgevonden. Daarbij is, zoals uit tabel 1 blijkt, vooral de snel groeiende stroom naar de Verenigde Staten opvallend. Gemiddeld is in de periode 1976/1981 23,5% gericht op de VS, waarmee Nederland sinds enkele jaren daar de grootste buitenlandse investeerder is.

De investeringen in de VS zijn met name gelocaliseerd in de sectoren delfstoffenwinning en petrochemie. Naast de traditionele investeerders als Shell, Philips, Unilever en Akzo hebben vooral ook het bank- en verzekeringswezen en warenhuisconcerns als Ahold, KBB, C & A en V & D aan deze snelle groei bijgedragen. Gunstige afzet- en rendementsperspectieven en politieke stabiliteit spelen hier ongetwijfeld een grote rol. Maar ook de depreciatie van de dollar, alsmede een aantrekkelijk fiscaal klimaat hebben aan deze groei bijgedragen.

Het aandeel van de Nederlandse investeringen dat is gericht op de EG vertoont daarentegen een geleidelijke daling. Van de directe investeringen is in de periode 1976/1981 gemiddeld ca. 51,5% gericht op de EG, tegen ca. 62,5% in de periode 1971/1975. Daarbij is de sterke daling van de Nederlandse investeringen in West-Duitsland opvallend. Alleen de stroom directe investeringen naar het Verenigd Koninkrijk heeft in de periode 1976/1981 een sterke groei doorgemaakt. Hier zijn vooral de investeringen in de olie-industrie, i.v.m. de exploitatie en exploratie van de Noordzee-olie, sterk toegenomen.

Per saldo is het aandeel van de Nederlandse investeringen gericht op de EG vooral na 1975 gedaald. Deze ontwikkeling hangt voor een belangrijk deel samen met de gedaalde investeringen in de sectoren delfstoffenwinning en petrochemie i.v.m. de in die sectoren bestaande overcapaciteit. Maar ook in andere sectoren spelen verzadigingsverschijnselen, afgenomen rendementsperspectieven en een geringe dynamiek in de EG-landen een belangrijke rol.

Buitenlandse investeringen in Nederland

Vanaf het begin van de jaren zeventig overtreffen de Nederlandse investeringen in het buitenland de buitenlandse investeringen in Nederland, zodat per saldo van een investeringsuitstroom sprake is.

Voor na 1975 zijn de buitenlandse investeringen sterk bij de Nederlandse investeringen in het buitenland achtergebleven. Gemiddeld is zelfs sprake van een nominale daling in de periode 1976/1981 t.o.v. 1971/1975 (zie tabel 2). De buitenlandse investeringen in Nederland ontwikkelen zich min of meer parallel aan het binnenlandse investeringsver-

Tabel 2. Buitenlandse investeringen in Nederland

Gemiddelde stroom in mrd. gld.	1966/1970	Procentueel aandeel	1971/1975	Procentueel aandeel	1976/1981	Procentueel aandeel
BLEU	112	9	60	2,5	90	4,5
West-Duitsland	144	12	169	7,5	212	10,5
Frankrijk	33	3	98	4,5	-47	-2,5
Verenigd Koninkrijk	165	13,5	720	31,5	426	21,0
Overig EG	5	—	7	—	30	1,5
Totaal EG	459	37,5	1.054	46	711	35
Verenigde Staten	586	48	601	26,5	437	21,5
Overige ontwikkelde landen	140	11,5	355	15,5	444	21,5
Ontwikkelingslanden	36	3	278	12	447	22
Totaal	1.221	100	2.288	100	2.039	100

Bron: Ontleend aan gegevens van De Nederlandsche Bank.

Tabel 3. Investerings in Nederland door de VS, VK en West-Duitsland als percentage van hun totale buitenlandse investeringen

	1966/1970	1971/1975	1976/1981
Verenigde Staten	2,8	2,1	1,2
Verenigd Koninkrijk	4,7	8,1	2,3
West-Duitsland	6,0	3,1	2,4

Bron: IMF, Balance of payments yearbook.

loop. Als percentage van het BNP zijn de buitenlandse investeringen gedaald van gemiddeld 1,3% in de periode 1971/1975 tot 0,7% in de periode 1976/1981.

Een belangrijk motief voor vestiging respectievelijk deelname is het feit dat Nederland, gezien zijn geografische ligging en infrastructuur, bij uitstek geschikt is als bruggehoofd voor het bedienen van de — destijds zeer expansieve — Europese markt. De buitenlandse belangstelling richt zich daarbij met name op de aardolie- en petrochemische industrie, de metaal- en elektrotechnische industrie terwijl ook handelsondernemingen in trek zijn.

Bij de daling van de buitenlandse investeringen in Nederland spelen zowel conjuncturele als structurele factoren een rol. Met name de appreciatie van de gulden, de verslechterde rendementsontwikkeling alsmede de verslechterde rendementsverwachtingen hebben ertoe bijgedragen dat Nederland als vestigingsplaats voor buitenlandse bedrijven aan aantrekkingskracht heeft verloren.

Ook binnen de buitenlandse investeringen heeft zich de afgelopen jaren een belangrijke geografische verschuiving voorgedaan. In tabel 2 valt vooral het afnemend aandeel van de investeringen door de VS en de EG op. De VS zijn sinds jaren de grootste buitenlandse investeerder in ons land. Traditioneel vinden de meeste Amerikaanse investeringen in ons land plaats in de aardolie- en petrochemische sector. Bedrijven als Esso — met zijn aandeel in de NAM —, Dow Chemical, Gulf en andere olie-maatschappijen nemen sterke posities in. Daarnaast zijn Amerikaanse investeringen gericht op o.a. de automatiseringssector (b.v. IBM), de automobielen-

trie (G.M.) en de voedings- en genotmiddelensector.

Na de sterke groei van de investeringen door de VS in Nederland in de jaren 1950/1960 — vooral bepaald door de sterke expansie van de Europese markt — is het aandeel van de VS in de totale buitenlandse investeringen in de periode 1976/1981 gemiddeld meer dan gehalveerd t.o.v. de periode 1966/1970. Afzetstagnatie in de Europese markt, de reeds genoemde overcapaciteit in de aardolie- en petrochemische sector alsmede een relatieve appreciatie van de gulden t.o.v. de dollar hebben aan deze omslag ten grondslag gelegen.

Niet alleen de Amerikaanse investeringen maar ook de investeringen uit de EG zijn sinds 1975 gedaald (zie tabel 2). Voor een belangrijk deel is deze daling veroorzaakt door een afname van de investeringen uit het Verenigd Koninkrijk terwijl in dezelfde periode Frankrijk zelfs desinvesteerde. De Duitse investeringen stegen daarentegen gemiddeld nog iets in waarde. Bedroeg het totale aandeel van de EG in de periode 1971/1975 gemiddeld nog ca. 46%, in de periode 1976/1981 daalde dit aandeel tot ca. 35%.

Dat Nederland voor buitenlandse investeerders aan aantrekkingskracht heeft ingeboet blijkt ook uit tabel 3, waarin de ontwikkeling van het aandeel van buitenlandse investeringen door de Verenigde Staten, West-Duitsland en het Verenigd Koninkrijk met bestemming Nederland wordt weergegeven.

Het blijkt dat het saldo van de directe investeringsstromen van en naar Nederland toenemende tekorten vertoont (in 1981 is het tekort gestegen tot bijna f. 5 mrd.). Deze voortschrijdende verslechtering van het saldo directe investe-

ringen heeft ertoe geleid dat het saldo van het structurele kapitaalverkeer structureel is verslechterd. In 1981 is het tekort van het structurele kapitaalverkeer opgelopen tot ruim f. 6 mrd.

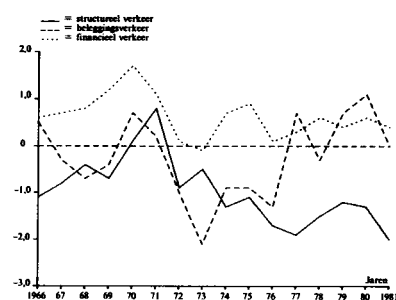
Het financierings- en beleggingskapitaal

Naast het structurele kapitaal omvat het lange kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren ook het financieringskapitaal en het kapitaalverkeer met beleggingskarakter. Het financieringskapitaal omvat onder meer een deel van de openbare en onderhandse plaatsing van Nederlandse effecten in het buiten-

land en het langlopende bankkrediet. Zoals uit figuur 2 blijkt is het saldo gedurende een lange reeks van jaren — met uitzondering van 1973 — positief geweest, d.w.z. dat per saldo kapitaalmarkt middelen toevloeden. In 1981 daalde het overschot tot f. 1,2 mrd., voornamelijk ten gevolge van een afgenomen beroep door ingezetenen op langlopend buitenlands bankkrediet.

Het saldo van het kapitaalverkeer met beleggingskarakter wordt voor een groot deel bepaald door het saldo beursverkeer (aan- en verkoop van aandelen en obligaties). Zoals uit figuur 2 blijkt, vertoont het beleggingskapitaalverkeer een grillig verloop; de motieven waarop een

Figuur 2. Saldi lang kapitaalverkeer (in procenten van het nationale inkomen)



belegger besluit al dan niet buitenlandse effecten te (ver)kopen zijn immers vooral gebaseerd op koers-, interest-, risico- en rendementsverschillen. In de periode 1971/1975 vertoonde het totale saldo van het beursverkeer een tekort van gemiddeld ruim f. 1 mrd., voornamelijk veroorzaakt door per saldo een aankoop van buitenlandse aandelen. In de periode 1976/1981 bedroeg het gemiddelde overschot van het beursverkeer (exclusief buitenlandse emissies in Nederland) ruim f. 4 mrd.

Deze omslag na 1975 is zowel veroorzaakt door een per saldo verkopen van buitenlandse aandelen als door een sterk gestegen verkoop van obligaties aan het buitenland. Vooral het aandeel van overheidsobligaties is daarbij de laatste jaren sterk toegenomen. Het toegenomen obligatiebezit door het buitenland leidt evenwel tot een groeiende stroom aflossingen. Bedroegen deze aflossingen aan het buitenland in de periode 1971/1975 gemiddeld nog slechts f. 0,2 mrd., in 1981 is dit gestegen tot f. 1,8 mrd.

Naast het beursverkeer beïnvloeden ook de aan- en verkopen van onroerend goed het totale saldo van het beleggingskapitaalverkeer. Vooral na 1975 is de aankoop van buitenlands onroerend goed sterk gestegen. Resulteerde het saldo van aan- en verkopen van onroerend goed in de periode 1971/1975 tot een tekort van f. 0,15 mrd., in de periode 1975/1981 is dit tekort toegenomen tot gemiddeld f. 1,5 mrd.

Per saldo was het kapitaalverkeer met beleggingskarakter in 1981 nog ongeveer in evenwicht. In het eerste kwartaal van 1982 was echter sprake van een per saldo afvloeien van kapitaalmarkt middelen via het beursverkeer.

Conclusie

Een toenemend negatief saldo bij de directe investeringen leidt tot tekorten bij het structurele kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren. Ook voor de komende jaren is er geen aanleiding te verwachten dat deze ontwikkeling zich drastisch zal wijzigen. De tekorten dreigen immers een min of meer permanent karakter te krijgen vanwege de afgenomen aantrekkingskracht van Neder-

land voor buitenlandse investeerders, terwijl tegelijkertijd sprake lijkt van een aanhoudende belangstelling van Nederlandse ondernemingen om in het buitenland te investeren.

Het saldo beleggingsverkeer vertoont afwisselend tekorten en overschotten. De omvang van het saldo van dit kapitaalverkeer is geheel afhankelijk van het buitenlandse vertrouwen in de Nederlandse economie, de koersontwikkeling van de gulden en de interest- en rendementsontwikkeling in vergelijking met het buitenland.

Door de toegenomen buitenlandse belangstelling voor Nederlandse obligaties dreigen evenwel de aflossingsverplichtingen ook in de toekomst een stijgende belasting voor onze kapitaalrekening te vormen. Gezien echter de verwachting dat de lopende rekening ook in de komende jaren grote overschotten zal vertonen is een tekort op de kapitaalrekening zeker toelaatbaar. Het structurele karakter van deze tekorten vormt evenwel een bedreiging voor de periode waarin het overschot op de lopende rekening — mede onder invloed van de in de toekomst dalende aardgas-exportopbrengsten — zal gaan afnemen.