

Kapitaalvlucht uit ontwikkelingslanden

Tegenover de grote schulden van ontwikkelingslanden staan soms niet onaanzienlijke vorderingen van particulieren die hun kapitaal over de grens hebben gebracht. De kapitaalvlucht bemoeilijkt de ontwikkeling van de schuldenlanden en vormt voor westerse banken en overheden een argument om geen kredieten te verlenen. Daardoor zijn schuldenlanden mogelijk in een vicieuze cirkel van overmatig zware schuldverplichtingen, economische stagnatie en kapitaalvlucht gevangen.

DRS. M.G. BOS*

Kapitaalvlucht is een belangrijk onderwerp geworden in de krachtmeting tussen schuldenlanden en hun crediteuren – en tussen de crediteuren onderling – inzake de oplossing van de schuldenproblematiek. Aan het bestaan van kapitaalvlucht ontlenu de crediteurbanken en -overheden argumenten om een restrictief kredietbeleid te voeren ten opzichte van schuldenlanden. Niet alleen wordt – terecht – gesteld dat de schuldproblemen van een aantal landen zo niet veroorzaakt, dan toch verergerd zijn door kapitaalvlucht, maar ook dat nieuwe kredietverlening waarschijnlijk slechts zou leiden tot meer kapitaalvlucht. Bovendien wordt gezegd dat van de buitenlandse crediteuren niet mag worden verwacht dat zij geld steken in schuldenlanden, terwijl de ingezetenen van de schuldenlanden zelf hun vermogen in het veilige buitenland laten of daarheen overbrengen.

Deze redenering houdt er te weinig rekening mee dat de huidige kapitaalvlucht juist het gevolg kan zijn van een overmatig zware schuldenlast ('debt overhang') en van de noodzaak om een omvangrijke netto transfer naar het buitenland te verrichten. In deze alternatieve visie vormen overmatige schuldenlast en kapitaalvlucht een vicieuze cirkel, die juist door verruiming van externe financiering zou moeten worden doorbroken. Uit de analyse van de oorzaken van de kapitaalvlucht in dit artikel wordt de conclusie getrokken dat voor deze redenering veel te zeggen valt.

Kapitaalvlucht

De term kapitaalvlucht wekt associaties met praktijken die het daglicht niet kunnen verdragen. Maar het illegale karakter is niet het wezenskenmerk van kapitaalvlucht uit ontwikkelingslanden. De kern van het probleem is de onttrekking van schaars kapitaal (en de opbrengst ervan) aan een voor het ontwikkelingsland produktieve aanwending door het aanhouden van vorderingen op het buitenland buiten het land van vestiging². Kapitaalvlucht kan worden omschreven als alle kapitaalexport (anders dan voor schuldaflossing) uit een ontwikkelingsland die de economische ontwikkeling van dat land niet ten goede komt.

Ontwikkelingslanden beschikken over een relatief kleine kapitaalgoederenvoorraad en bescheiden mogelijkheden om besparingen te genereren. Door de grotere kapitaalschaarste

kunnen de marginale kapitaalproductiviteit en het rendement op investeringen er binnen de grenzen van het absorptievermogen in principe hoger zijn dan in industrielanden. Op grond daarvan is een structurele netto kapitaalvoer als aanvulling op de binnenlandse besparingen in beginsel ook strikt economisch gezien gerechtvaardigd. Indien daarentegen kapitaaluitvoer plaatsvindt blijven de binnenlandse investeringen bij de binnenlandse besparingen achter, waardoor het ontwikkelingspotentieel niet ten volle kan worden benut.

Kapitaalvlucht gaat vooral uit van particulieren, zij het dat daarbij wel staatseigendom in het geding kan zijn. De schulden zijn voornamelijk in handen van de overheden, mede als gevolg van schulderstructureringen. De (uiteindelijke) verantwoordelijkheid voor het voldoen van rente en aflossing van de buitenlandse schuld ligt dus vooral bij de overheden terwijl de exportinkomsten meestal grotendeels neerslaan in de particuliere sector.

Voor het individu is kapitaalvlucht een middel tot nuts- c.q. winstmaximalisatie. In een op het methodologisch individualisme geënte definitie wordt kapitaalvlucht uitsluitend gezien als een reactie op verliezen en risico's die in de perceptie van de kapitaalbezitter 'groot' zijn³. Het nadeel van deze definitie is, naast het onvermijdelijk subjectieve karakter van de beoordeling van individuele risicopercepties, dat de negatieve externe effecten van kapitaalvlucht worden veronachtzaamd.

* Werkzaam op het secretariaat van de SER. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven. Met dank aan, onder anderen, Peter van Bergeijk, Franke Burink, Jan Donders, Henri Tamerus en Jan Joost Teunissen voor kritiek op eerdere versies.

1. "Psychologically, nothing has contributed more to the pervasive sense of frustration over the LDC debt problem than the realization that capital flight persisted, if on a much reduced scale, almost throughout the 1983-85 period of 'involuntary' lending. Creditors, both private and official, are understandably reluctant to provide fresh funds unless the debtors put a stop to the capital flight." Morgan Guaranty Trust Company, *World financial markets*, september 1986, blz. 6.

2. De vraag van ingezetenen naar buitenlandse valuta hoeft overigens niet tot kapitaalvlucht te leiden. Valutasubstitutie kan ook de vorm aannemen van opname van vreemde valuta in de binnenlandse geldcirculatie of van opening van vreemde-valutategoeden bij het binnenlandse bankwezen. In dat geval vloeit er geen vermogen het land uit.

3. M. Deppler, M. Williamson, *Capital flight: concepts, measurement, and issues*, IMF Staff Studies to the World Economic Outlook, augustus 1987, blz. 39-58, inz. blz. 40.

Door kapitaalvlucht verslechtert de schuldpositie en daardoor de kredietwaardigheid van het betreffende debiteurland; het gepercipieerde landenrisico bepaalt in belangrijke mate of ingezetenen buitenlands kapitaal kunnen aantrekken. Ontwikkelingslanden hebben slechts beperkt toegang tot de internationale kapitaalmarkt. Buitenlandse crediteuren baseren de beoordeling van de kredietwaardigheid van een ontwikkelingsland op de bruto-schuldpositie en zien geen aanleiding deze te salderen met omvangrijke particuliere activa in het buitenland. Door kapitaalvlucht zijn de schuldproblemen van veel landen verergerd en de marginale kosten van buitenlandse leningen verhoogd, totdat uiteindelijk voor iedere ingezetene de toegang tot de internationale kapitaalmarkt verloren is gegaan.

Voor zover de alternatieve aanwending van het vluchtkapitaal niet in de consumptieve sfeer ligt zal kapitaalvlucht in het algemeen door een verscherping van de kapitaal- en deviezenschaarste tot lagere investeringen en een verminderde invoercapaciteit leiden, met als gevolg een beperking van de lopende productie en van de toekomstige productiecapaciteit. Door kapitaalvlucht valt ook het opbrengstdeel van binnenlandse investeringen en beleggingen dat aan werknemers, consumenten en de fiscus ten goede komt, weg. De nadeligste casus is dat de opbrengst van het vluchtkapitaal steeds in het buitenland wordt herbelegd of bestaat uit de waardestijging van bij voorbeeld onroerend goed.

De nadelige gevolgen voor de overheidsbegroting hebben vooral betrekking op erosie van de belastingbasis en op vermindering van het binnenlandse kapitaalmarktaanbod voor tekortfinanciering. Ten slotte zijn er belangrijke gevolgen voor de werkgelegenheid en ook voor de inkomensverdeling. Alleen de rijkere ingezetenen zijn immers in staat de (inflatie)belasting effectief te ontgaan. Kapitaalvlucht leidt in de regel tot een verschuiving van de belastingheffing van kapitaal naar arbeid. De combinatie van socialisatie van schulden, veiligstelling van particuliere vorderingen in het buitenland en afwenteling van de aanpassingslast op de factor arbeid roept politieke weerstanden op, te meer indien de bestaande inkomensverhoudingen al als zeer onrechtvaardig worden ervaren.

Schattingen

Bij het bepalen van de omvang van kapitaalvlucht zijn wij aangewezen op schattingen, omdat een deel van het particuliere kapitaalverkeer zich aan registratie onttrekt. De schattingen kunnen gebaseerd zijn op gegevens over stromen (vooral te ontlenen aan betalingsbalansstatistieken) of over voorraden (met name bankdeposito's). Er zijn vier schattingsmethoden:

- het saldo van de niet-geregistreerde posten van de betalingsbalans ("errors and omissions") heeft als nadeel dat het een saldo is, niet alleen van uit- en instromen van kapitaal maar ook van andere betalingen. Bovendien behoren ook andere posten van uitgaand particulier kapitaalverkeer te worden meegenomen. Dat kan op een directe wijze, door aan de "errors and omissions" (indien negatief) de uitstroom van particulier kapitaal toe te voegen;
- vanwege de onvolledige registratie van kapitaalverkeer in betalingsbalansstatistieken wordt vaak de voorkeur gegeven aan een indirecte schatting van de kapitaaluitstroom met behulp van mutaties in de omvang van de externe schuld⁴. Daarbij wordt kapitaalvlucht gelijk gesteld aan dat deel van de kapitaal invoer (= schuldacres + netto-inkomende buitenlandse investeringen) in een bepaalde periode dat niet ter financiering van het lopende-rekeningtekort en/of een toename van de deviezenvoorraad heeft gediend. Evenals bij methode 1 kan, doordat kapitaalvlucht als residu wordt geschat, niet echt

de 'bruto'-omvang worden geraamd en is de schatting verder onderhevig aan alle fouten in andere betalingsbalansposten. Zo zijn onderfacturering van de export en overfacturering van de import bekende methodes voor clandestiene kapitaalexport. Andere bronnen van onderschatting van kapitaalvlucht zijn illegale uitvoer (zoals van drugs uit Colombia en Peru) en onvolledige registratie van deviezeninkomsten uit toerisme en uit beleggingen. Overschatting vindt plaats bij onvolledige registratie van de invoer als gevolg van smokkel, onderfacturering of verborgen wapenaankopen⁵;

- er zijn vrij betrouwbare gegevens over banktegoeden van ingezetenen van schuldenlanden in het buitenland beschikbaar (zie tabel 1); voor informatie over andere vermogensobjecten - zoals onroerend goed of effecten - is men echter aangewezen op 'anecdotal evidence'. Verder wordt de omvang van kapitaalvlucht onderschat voor zover tegoeden via een tussenpersoon of bij banken buiten het registratiegebied worden geplaatst. Een zekere overschatting vindt plaats voor zover de banktegoeden fungeren als werkkapitaal van bedrijven of als onderpand voor leningen. Vaak vormt de stand van de particuliere banktegoeden in het buitenland een goede minimum-schatter van de gecumuleerde kapitaalvlucht;
- de omvang van het 'niet legitieme' vluchtkapitaal kan worden geschat door de geregistreerde instroom van kapitaalopbrengsten te kapitaliseren en dit bedrag af te trekken van de totale buitenlandse activa van het land⁶.

Tabel 2 geeft een overzicht van verschillende schattingen van de omvang van kapitaalvlucht uit zes landen met een omvangrijke buitenlandse schuld. Daaronder is één land (Zuid-Korea) dat in de afgelopen jaren zonder schuldherstructurering aan de betalingsverplichtingen heeft kunnen voldoen. De regels 1-3 geven de uitkomsten volgens de eerste drie hierboven besproken schattingsmethoden weer. De vierde methode komt in essentie neer op het in mindering brengen van regel 4 op regel 3. Voorts zijn schattingen gemaakt van de correcties die op de regels 1 en 2 zouden moeten aangebracht in verband met onjuiste factureringen van in- en uitvoer (zie regel 5). In regels 6 en 7 staan de hoogste respectievelijk laagste schattingsuitkomsten per land vermeld. Daaruit blijkt dat de tweede schattingsmethode consequent tot de hoogste uitkomsten leidt. In regel 8 staat de 'educated guess' op basis van de diverse schattingsmethoden door de auteurs van een recente IIE-studie over kapitaalvlucht. Ten slotte is, om een orde van grootte aan te geven, de omvang van de totale buitenlandse schuld aangegeven. De uitkomsten van de verschillende schattingsmethoden vertonen een ruime spreiding. Desondanks mag uit de verschillende schattingen (zie ook tabel 1) wel worden afgeleid dat de kapitaalvlucht uit Mexico, Argentinië en Venezuela in absolute bedragen gemeten de grootste omvang heeft aangenomen. Uitgedrukt als fractie van het schuldacres in dezelfde periode komt men voor

4. Vergelijk J.T. Cuddington, *Capital flight: estimates, issues, and explanations*, Princeton studies in international finance nr. 58, Princeton, N.J., december 1986.

5. Argentinië heeft tussen 1976 en 1982 \$ 5-7 mrd. aan wapenaankopen niet op de betalingsbalans geregistreerd. De omvang van onder- en overfacturering kan door bilaterale vergelijking van handelsstatistieken worden geschat. Zie: J. Bhagwati, Fiscal policies, the faking of foreign trade declarations, and the balance of payments, in: J. Bhagwati (red.), *Illegal transactions in international trade I*, Amsterdam, 1974, blz. 66-83. Dergelijk onderzoek van Gulati wijst op aanzienlijke onderfacturering van uitvoer uit diverse Latijnsamerikaanse landen. Deze wordt overigens vaak gecompenseerd door onderfacturering van invoer om invoerbeperkingen en tarieven te ontgaan. Zie: Cuddington, op. cit., blz. 38; D.R. Lessard en J. Williamson, *Capital flight: the problem and policy responses*, Institute for International Economics, Washington DC, 1987, blz. 12.

6. Zie: Deppler en Williamson, op. cit., blz. 42.

Tabel 1. Tegoeden van particulieren (niet-ingezetenen) bij het internationale en het VS-bankwezen in mrd. \$, jaarulti-mo's

	Internationaal bankwezen							VS ^a
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1987
Argentinië	6,7	6,9	7,9	7,6	8,5	8,5	9,0	4,4
Brazilië	3,9	4,1	8,1	8,2	9,8	12,0	12,3	2,2
Chili	1,2	1,5	2,1	2,0	2,2	2,4	2,4	1,7
Colombia	.	.	2,6	2,4	2,7	2,9	2,9	2,1
Ecuador	0,6	0,9	1,0	1,2	1,5	1,4	1,4	0,9
Guatemala	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	1,0
Mexico	9,4	10,4	12,7	14,3	16,1	16,3	17,5	12,0
Peru	0,6	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	1,2
Uruguay	0,9	1,1	1,5	1,7	1,9	2,2	2,3	1,2
Venezuela	15,6	9,9	10,9	12,0	14,0	12,9	12,7	7,1
Kenya	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	1,3	1,6	.
Nigeria	1,5	1,4	1,4	1,2	1,5	1,7	2,3	.
India	1,6	1,6	1,8	1,4	2,6	2,3	2,6	0,1
Pakistan	0,7	0,7	0,9	0,9	1,4	1,6	1,7	0,1
Filippijnen	0,5	0,5	0,8	1,1	1,1	1,3	1,4	0,7
Indonesië	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,9	0,1
Egypte	1,6	2,2	2,1	2,4	3,4	3,1	3,3	0,1
Syrië	0,8	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	1,3	0,0

a. In de VS aangehouden, geregistreeerde tegoeden, incl. schatkistpapier. Bronnen: IMF, *International Financial Statistics*, tabel 7xrd. De opgave is exclusief officiële en interbancaire deposito's, maar inclusief die van staatsbedrijven. De rapporterende internationale bankcentra zijn: de EG-landen, Zwitserland, Oostenrijk, Noorwegen, Zweden, Finland, de VS, Canada, Japan, Korea, Hong Kong, Filippijnen, Singapore, Saoedi Arabië, de V.A.E., Bahrein, Israël, Libanon, Ned. Antillen, Bahamas, Kaaiman eilanden. *US Treasury Bulletin*, tabel CM-1-4.

deze landen op percentages van rond 50 of meer, tot ruim boven de 100 voor Venezuela.

Kapitaalvlucht is dus wijdverbreid (geweest), kende in de jaren 1979-1982 een hoogtepunt en heeft de schuldpositie van een aantal landen sterk negatief beïnvloed. De (absolute en relatieve) omvang van kapitaalvlucht verschilt sterk van land tot land en van jaar tot jaar⁷.

Binnenlandse oorzaken

De motieven voor kapitaalvlucht kunnen in de criminele sfeer liggen: belastingontduiking, het witwassen en/of in veiligheid brengen van illegaal verkregen inkomen en vermogen, of de financiering van illegale activiteiten. Wij gaan hier in op die motieven voor kapitaalvlucht waaraan primair economische overwegingen – het streven naar een optimale combinatie van (reële) opbrengst en risico – ten grondslag liggen. In de eerste plaats is het begrijpelijk vanuit een oogpunt van risicodiversificatie dat juist ingezetenen van landen met een onderontwikkelde kapitaalmarkt ook in het buitenland willen beleggen. Daarnaast kunnen specifieke preferenties met betrekking tot de aard van de belegging de kapitaaluitstroom verklaren. Ten slotte kan overheidsbeleid (kapitaal over de grenzen 'stuwen' of juist 'aantrekken'). Trekkkrachten (zoals een buitengewoon hoge rentevoet, een zeer aantrekkelijk belastingregime of bijzondere waarborgen voor het bankgeheim) zijn specifiek gebonden aan het land van bestemming. Op de invloed ervan wordt in de volgende paragraaf ingegaan.

Eerst staan de stuwkrachten en daarmee het land van oorsprong centraal. In het algemeen treedt 'stuw' op als de wig tussen het onderliggende (potentiële) kapitaalrendement en de reële (verwachte) opbrengst voor ingezetenen te groot is. Belangrijke stuwkrachten kunnen zijn gelegen in:

- negatieve percepties van en verwachtingen over de algemeen-economische ontwikkeling en het economisch

Tabel 2. Vergelijking van de uitkomsten van enige alternatieve schattingsmethoden van kapitaalvlucht uit de belangrijkste debiteurlanden, 1976-1984

	A	B	F	K	M	V	som
Directe schatting:							
e&o + kort kapitaal	16	-0	4	3	36	13	72
Indirecte schatting (inclusief lang kapitaal)	25	17	4	4	53	30	133
Particuliere banktegoeden (ult. 1984)	8	9	1	0,5	15	12	46
'Legitieme' particuliere buitenlandse activa	2	12	5	7	19	3	37
Correctie voor onder-/overfacturering	-5	-2	.	-11	-18	0	-37
Hoogste schatting	25	17	4	4	53	30	133
Laagste schatting	6	-2	0	-8	0	9	5
Voorkeur Lessard/Williamson	16	9	4	0	27	30	86
p.m. Totale buitenlandse schuld (ultimo 1987)	49	115	29	45 ^a	105	34	377

a. Ultimo 1986.

A: Argentinië; B: Brazilië; F: Filippijnen; K: Zuid-Korea; M: Mexico; V: Venezuela; som: totaal van de zes landen.

Bronnen: Donald R. Lessard, John Williamson, *Capital flight: the problem and policy responses*, Washington DC, 1987, tabel 2, blz. 7; World Bank, *World debt tables 1987-88*, Washington, DC, 1988; World Bank, *World development report 1988*, New York, 1988.

beleid. Kapitaalvlucht is aantrekkelijker naarmate de wisselkoers meer overgewaardeerd is (en dus niet alleen activa luidende in vreemde valuta goedkoper zijn, maar ook het risico op een forse devaluatie in de nabije toekomst groter is); als het inflatietempo hoog en variabel is; als de rentevoet lager is dan in het buitenland en mogelijk zelfs – bij voorbeeld door renteplafonds – reëel negatief;

- een gebrek aan politieke en financieel-economische stabiliteit en aan waarborgen tegen onteigening e.d.;
- een onderontwikkelde binnenlandse geld- en kapitaalmarkt met een beperkt aanbod van beleggingsinstrumenten;
- belastingheffing op inkomen en/of vermogen;
- een beperking van bestedings- en beleggingsmogelijkheden;
- een scheve inkomens- en vermogensverdeling. Naarmate deze verdelingen schever zijn is het potentiële (rendabele) aanbod van vluchtkapitaal groter, evenals de kans dat een bepaalde bevolkingsgroep zich – mede omwille van risicospreiding – sterk oriënteert op het buitenland.

Van deze stuwkrachten is in het afgelopen decennium de overwaarding van de eigen munt waarschijnlijk het belangrijkste geweest⁸. Overigens kan het ook als kapitaalvlucht wordt 'gestuwd', rationeel zijn om tegelijkertijd investeringen te plegen met behulp van buitenlands kapitaal. Vaak is de positie van buitenlandse crediteuren namelijk expliciet of impliciet beter gewaarborgd tegen allerlei risico's dan die van binnenlandse crediteuren. Bij een dergelijke asymmetrische risicoverdeling kan, gegeven een hoger risico op investeringen in de binnenlandse economie dan in het buitenland, worden afgeleid dat binnenlandse besparingen in het buitenland worden geïnvesteerd en dat de binnenlandse investeringen met buitenlands kapitaal worden gefinancierd.

De uiteindelijke uitwerking van stuw- en trekkkrachten is mede afhankelijk van de hoogte van de aan effectuering van

7. Vergelijk ook: IMF, *International capital markets*, Washington, DC, december 1986, tabel 52, blz. 142.

8. Cuddington, op. cit., blz. 17-32.

kapitaalvlucht verbonden kosten. Bij legale overbrenging zijn deze kosten dank zij de technologische ontwikkeling inmiddels betrekkelijk laag. Als kapitaalvlucht illegaal is zullen de daarmee gemoeide kosten vermoedelijk niet proportioneel toenemen met de omvang van het vermogen; kapitaalvlucht loont dan meer naarmate vermogen sterker geconcentreerd is.

Internationale verwickelingen

Bij de bestrijding van kapitaalvlucht zijn schuldenlanden mede afhankelijk van het in andere landen gevoerde beleid en van de opstelling van het internationale bankwezen. Dornbusch schetst de gevolgen van het beleid in de VS als volgt⁹:

"... the capital flight problem is to a large extent of our own doing. The administration, in an effort to fund our own deficits at low cost, has promoted tax fraud on an unprecedented scale. The only purpose one can imagine for the elimination of the withholding tax on nonresident asset holdings in the United States is to make it possible for foreigners to use the US financial system as a tax haven. To compete with the tax-free US return anyone investing in Mexico and actually paying taxes there would need a yield differential, not counting depreciation and other risk, of quite a few extra percentage points."

Hoe moeilijk het dan is voor een schuldenland om een ingezetene na belasting een 'concurrerend' rendement te bieden kan worden toegelicht aan de hand van de volgende formule:

$$i^* = (d + i + di) / (1 - B)$$

Hierbij is i^* de nominale rentevoet in het ontwikkelingsland die, gegeven een belastingtarief B op rente-inkomsten, uitgaande van een verwacht depreciatietempo d van de eigen munt¹⁰ en gegeven een nominale rentevoet i in het buitenland, de ingezetene een zelfde rendement na belasting zou geven als onbelast in het buitenland kan worden verkregen. Daarbij wordt voor het gemak afgezien van eventuele conversiekosten. Stellen wij bij voorbeeld $i = 10\%$, $B = 40\%$ en $d = 20\%$, dan is $i^* = 53,3\%$. En als $i = 10\%$, $B = 10\%$ en $d = 40\%$, dan bedraagt i^* 60% . Juist de vermenigvuldiging van verschillen in belastingheffing en in depreciatie- en risicoverwachtingen kan een 'concurrerende' rentevoet opleveren die budgettair ondragelijk hoog is, produktieve investeringen ontmoedigt en speculatie aanmoedigt. Een 'oplossing' is om de factor kapitaal maar niet te belasten, maar deze oplossing reduceert de grondslag van de belastingheffing, verstoort de factorprijverhoudingen en zal als onrechtvaardig worden ervaren door de bezitters van minder mobiele produktiefactoren. Het is beter om door internationale samenwerking van fiscale en douane-autoriteiten en door invoering in de internationale financiële centra van hetzij een renterenseigneringsplicht hetzij een bronbelasting te verhinderen dat kapitaal zich al te gemakkelijk door grensoverschrijding aan enigerlei vorm van belastingheffing kan onttrekken¹¹. Westerse overheden moeten voorts trachten "te vermijden dat kapitaal op grond van renteversillen uit ontwikkelingslanden wordt weggezogen"¹². Daarnaast kan het voor schuldenlanden zinvol zijn beperkingen op het internationale kapitaalverkeer toe te passen, zeker zolang ongeremde portefeuillediversificatie door de vigerende risicopercepties tot eenrichtingsverkeer van kapitaal uit ontwikkelingslanden naar industrielanden zou leiden. 'Capital controls' kunnen effectief zijn mits zij consequent worden toegepast, op de naleving goed wordt toegezien en de regelgeving niet al te frequent en ingrijpend wordt herzien. Er is geen aanleiding om goed werkende restricties nu af te schaffen, en zeker niet voordat het handelsverkeer is geliberaliseerd¹³.

De houding van het internationale bankwezen ten opzichte van kapitaalvlucht is tweeslachtig. Enerzijds, in de sfeer van

kredietverlening, constateert men dat kapitaalvlucht afbreuk doet aan de kwaliteit van vorderingen op schuldenlanden¹⁴. Aan de andere kant verlenen banken diensten bij het effectueren van kapitaalvlucht. Mogelijk onbedoeld, want niet alle kapitaalvlucht is direct als zodanig herkenbaar. Maar soms gaat de medewerking verder en wordt er zelfs actief geworven¹⁵. De tweeslachtige houding van banken kan deels worden verklaard uit interne tegenstellingen (kredietverlening versus funding; korte versus lange termijn). Het fundamentele probleem is echter, kernachtig geformuleerd: "If we don't do it, the Swiss will". Het internationale bankwezen vormt een grote, 'latente' groep, waarvan de leden, zo leert de groepstheorie, er zonder dwang of selectieve prikkels niet toe overgaan hun gemeenschappelijke belang – het tegengaan van kapitaalvlucht – ook werkelijk na te streven. De realisatie van dit collectieve goed komt immers alle leden ten goede, ook de leden die hun bijdrage niet leveren, i.c. kapitaalvlucht blijven accommoderen. Voor een individuele bank is het niet rationeel vluchtkapitaal te weigeren: daar zou alleen de concurrentie van profiteren. Dit 'free rider'-probleem zal door de invoering of verscherping van gedragsregels en door een effectief toezicht op de naleving ervan moeten worden ondervangen.

Aanpassingsbeleid en transferproblematiek

Een noodzakelijke voorwaarde voor het bedwingen van kapitaalvlucht is de bevordering van een stabiel en daardoor vertrouwenwekkend financieel-economisch klimaat in eigen land. Het inflatietempo, het begrotingstekort en de wisselkoers zijn daarbij cruciale variabelen. Daarnaast is een aantal gerichte maatregelen wenselijk, zoals bestrijding van corruptie, het beter waarborgen van eigendomsrechten, de ontwikkeling van binnenlandse financiële markten en beëindiging van 'financiële repressie' (zoals in de vorm van renteplafonds).

Problematisch is dat door kapitaalvlucht getroffen ontwikkelingslanden door de acute schuldproblemen vaak niet of nauwelijks in staat zijn om het investerings- en beleggingsklimaat op korte termijn aanmerkelijk te verbeteren. Dat komt vooral doordat de meeste schuldenlanden onvoldoende tijd en geld (waaronder binnenlandse besparingen) worden gegund om door structurele aanpassingen en hervormingen de bestaande interne en externe onevenwichtigheden (groot begrotingstekort, hoge inflatie, overgewaardeerde munt, hoge buitenlandse-schuld/export-verhouding) te redresseren. Onder gunstige externe omstandigheden vergt het herstel van gezonde financiële verhoudingen al drastische ingrepen. Ook dan zal van de aanpassing een deflatoir effect op de binnenlandse economie uitgaan, tenzij de verschuiving van binnenlandse naar exportvraag volstrekt zonder wrijving in de produktiesfeer en zonder ruilvoetverlies aan de afzetkant zou kunnen plaatsvinden. Door de ongunstige initiële effecten van

9. R. Dornbusch, *International debt and economic instability*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, januari 1987, blz. 15-32, inz. blz. 30.

10. In d kunnen ook verschillen in risicoperceptie tussen binnen- en buitenlandse beleggingen worden verdisconteerd.

11. Vgl. Lessard en Williamson, op. cit., blz. 40-43 en 45-47.

12. Aldus minister Ruding, Tweede Kamer, vergaderjaar 1985-1986, 19 200, hoofdstuk IXB, nr. 39, blz. 7.

13. Vgl. S. Edwards, *The order of liberalization of the external sector in developing countries* Princeton essays in international finance nr. 156, Princeton, december 1984.

14. Overigens is het opmerkelijk dat de internationale banken pas na 1982 conclusies hebben getrokken uit de massale toestroom van particuliere tegoeden vanuit bepaalde ontwikkelingslanden. Vgl. J.M. Guttentag, R.J. Herring, *Disaster myopia in international banking* Princeton essays in international finance nr. 164, Princeton, september 1986, blz. 15-16.

15. Vgl. K. Lissakers, Money in flight: bankers drive the getaway cars, *International Herald Tribune* 7-3-1986; L. Glynn, P. Koenig, The capital flight crisis, *Institutional Investor*, november 1984, blz. 108-119; Lessard en Williamson, op. cit., blz. 47-48.

andere noodzakelijke aanpassingen zijn extra grote ombuigingen in de overheidsfinanciën nodig. Devaluatie doet immers de schuldendienstverplichtingen van de overheid uitgedrukt in lokale valuta toenemen en verhoging van de (reële) rentevoet leidt tot hogere rentelasten voor de overheid. Beperking van de invoer houdt vaak verlies van overheidsinkomsten in. Anderzijds stelt het behoud van de financieel-economische en de sociaal-politieke stabiliteit grenzen aan de omvang van de te verwezenlijken uitgavenverminderingen of belastingverhogingen.

De externe omstandigheden zijn echter ongunstig door toegenomen protectionisme en sterk gedaalde grondstoffenprijzen. Bovendien is door de hoge internationale (reële) rentevoet en door de sterke afname van de externe kredietverlening na 1982 uit de meeste zogenoemde midden-inkomenslanden een netto financiële uitstroom¹⁶ (kapitaalverkeer – exclusief kapitaalvlucht – plus rentebetalingen) ontstaan. Deze uitstroom bedroeg in de afgelopen jaren voor geheel Latijns-Amerika \$ 25-30 mrd. per jaar (het equivalent van 4% van het regio-bbp); de grote Latijnsamerikaanse debiteurlanden en de Filippijnen werden aan het begin van de jaren tachtig geconfronteerd met een omslag in de externe financiering ter grootte van 5 tot 10% van hun bbp (vgl. tabel 3). Afgezien van de mogelijkheid om in te teren op de deviezenreserves kan deze netto financiële uitstroom slechts worden verwezenlijkt door een reële transfer die tot uitdrukking komt in een overschot in het goederen- en dienstenverkeer met het buitenland. Het resulterende transferprobleem is al in de jaren twintig en dertig naar aanleiding van de Duitse herstelbetalingen onderkend en geanalyseerd¹⁷. Het probleem is drieledig:

- het moeten realiseren van een binnenlands spaaroverschot, vooral via de overheidsbegroting door beperking van uitgaven en/of belastingverhoging;
- het omzetten van dit spaaroverschot in convertibele valuta (via importbeperking en/of exportexpansie);
- het aanvaarden door de rest van de wereld van een voldoende groot tekort op de eigen handels- en dienstbalans, als spiegelbeeld van de inkomende transfer.

De meeste schuldenlanden hebben vooral door middel van bestedings- en importbeperking een omvangrijke transfer bewerkstelligd. Deze heeft echter niet tot een verbetering van de schuldpositie c.q. de kredietwaardigheid van de betrokken landen geleid en is op termijn onhoudbaar, niet alleen vanwege de sterke aantasting van de levensstandaard van grote bevolkingsgroepen maar ook vanwege de negatieve gevolgen voor het beleggings- en investeringsklimaat¹⁸. Bovendien worden de regeringen van schuldenlanden niet aangemoedigd om ingrijpende aanpassingen en hervormingen door te voeren als de opbrengst ervan door een verhoging van de transferlast wordt afgeroomd en daardoor niet of nauwelijks aan de eigen economie ten goede kan komen. De overheid zit door het abrupte wegvallen van de externe financiering zodanig in de klem dat beleggers en investeerders niet veel meer dan de hoop op een financieel-economische sanering op termijn kan worden geboden om hen te bewegen hun besparingen niet naar het buitenland over te brengen. Het vermogen om de inkomsten van de overheid te vergroten en de uitgaven te verminderen is op korte termijn beperkt, waardoor 'crowding out' en/of monetaire financiering (heffing van 'inflatiebelasting') plaatsvindt. Omvangrijke bezuinigingen leiden al snel tot vraaguitval, vermindering van (aan bedrijfsinvesteringen complementaire) overheidsinvesteringen, hogere werkloosheid en toenemende sociale spanningen¹⁹. Bij belastingverhogingen is het in de regel niet aanvaardbaar kapitaalbezitters bij voorbaat uit te zonderen. Op afremming van kapitaalvlucht gerichte maatregelen – zoals verhoging van de rentevoet – en faciliteiten – zoals overheidsgaranties met betrekking tot wisselkoersen of rendementen – kunnen door het budgettaire beslag ervan uiteindelijk een averechts effect hebben. De stringente budgetrestrictie waaraan de overheid onderworpen is, schept een interdependentie tussen particu-

Tabel 3. Netto-financiële transfer in procenten van het bbp

	Gemiddeld 1980-1981	Gemiddeld 1983-85	Omvang van de omslag
Argentinië	1,9	-6,8	-8,7
Brazilië	1,2	-3,9	-5,1
Mexico	4,4	-5,0	-9,4
Venezuela	5,2	-4,7	-9,9
Filippijnen	4,5	-3,9	-8,4

Toelichting: + inkomende transfer; – uitgaande transfer.

Bron: Helmut Reisen, Axel von Trotsenburg, *Developing country debt: the budgetary and transfer problem*, OESO, Development Centre Studies, Parijs, 1988, blz. 25, tabel 1.2.

liere beleggings- en investeringsbeslissingen waardoor speculatief gedrag op kosten van de gemeenschap wordt bevorderd en kapitaalvlucht een 'besmettelijk' karakter krijgt²¹. De homo economicus doorziet immers dat het ontgaan van belasting door enkelen een hogere last legt op de anderen en zal zich daartegen wapenen, onder andere door kapitaalvlucht. "Paradoxically, a country committed to servicing its external obligations can thus be more prone to capital flight as domestic creditors suspect that the government may be able to maintain external debt servicing only at the expense of taxing domestic assets."²¹

Capital will wait ...

"Capital will wait until the problems have been solved; it will not be part of the solution"²². De vicieuze cirkel van hoge schuldenlast en lage economische groei zal niet doorbroken worden door repatriëring van vluchtkapitaal. Het is zelfs aanmerkelijk dat de drempel voor terugkeer van vluchtkapitaal hoger is dan voor herstel van buitenlandse kredietverlening omdat ingezetenen aan grotere risico's (van bij voorbeeld sancties achteraf) blootstaan²³. Natuurlijk is het van essentieel belang dat de overheden van de schuldenlanden een verstandig economisch beleid voeren dat sparen en investeren bevordert. Maar een dergelijk beleid kan in veel landen pas effectief worden gevoerd wanneer de huidige netto transfer van besparingen van schuldenlanden naar industrielanden wordt beëindigd. De transfer bemoeilijkt de kapitaalvorming en kan daardoor kapitaalvlucht bevorderen. Bovendien heeft deze transfer niet het herstel van kredietwaardigheid kunnen bewerkstelligen voor ook maar een van de ontwikkelingslanden die in 1982/1983 in ernstige betalingsproblemen raakten. Voor een substantiële verbetering van het investeringsklimaat

16. Zie voor een bespreking van het begrip netto-financiële transfer: H. Reisen, A. von Trotsenburg, *Developing country debt: the budgetary and transfer problem*, OESO Development Centre Studies, Parijs, 1988, blz. 11-13.

17. Idem, blz. 72-89. De Duitse herstelbetalingen bedroegen in de jaren 1924-1932 rond 2,5% van het bnp (idem, blz. 24-27).

18. Het Brundtland-rapport (The World Commission on Environment and Development, *Our common future*, Oxford/New York, 1987) waarschuwt voorts voor de kapitaalvernietiging in de vorm van roofbouw op natuurlijke hulpbronnen en aantasting van het milieu die het gevolg is van deze transfer.

19. Vgl. Reisen en von Trotsenburg, op. cit., blz. 34-38.

20. J. Eaton, Public debt guarantees and private capital flight, *The World Bank Review*, nr. 1, 1987, blz. 379.

21. A. Ize en G. Ortiz, Fiscal rigidities, public debt and capital flight, *IMF Staff Papers*, nr. 34, 1987, blz. 312.

22. 'Capital' staat hier voor vluchtkapitaal. Dornbusch, op. cit., blz. 30.

23. Vgl. Lessard en Williamson, op. cit., blz. 49-55; R. Cumby, R. Levich, *On the definition and magnitude of recent capital flight*, NBER Working Paper nr. 2275, juni 1987, blz. 27. Voor zover al wel vluchtkapitaal is teruggekeerd is dat vooral gebeurd om speculatieve korte-termijn beleggingen te financieren (zoals tijdens de kortstondige hausse op de Mexicaanse aandelenbeurs in 1987).

in schuldenlanden zijn onder andere hernieuwde kapitaalverstreking en een zekere vermindering van de nominale waarde van de schuldverplichtingen geboden²⁴. Alleen daardoor kunnen herstel van de economische groei en verlaging van de impliciete marginale belastingvoet op economische aanpassing tot een niveau dat het uitvoeren van ingrijpende doch noodzakelijke economische hervormingen niet langer ontmoedigt, worden bewerkstelligd. De omstandigheid dat er ka-

pitaalvlucht optreedt is op zich zelf geen reden om niet tot kredietverlening en/of schuldverlichting over te gaan.

Marko Bos

24. Vgl. SER-Commissie ISEA, *Advies UNCTAD VII*, Den Haag, 22 mei 1987.

vervolg van blz. 1000

van de hogere loongroep gaan we ook nog naar C. Daarvan is hier nog geabstraheerd⁷.

Een toename van de werkgelegenheid met per saldo 94.000 personen (inclusief deeltijd) impliceert rekening houdend met het gegeven dat niet eenieder zich laat registreren, een afname van de geregistreerde werkloosheid van 66.000 arbeidsjaren. Inbegrepen het gegeven dat niet alle geregistreerde werklozen een uitkering ontvangen, leidt dat structureel tot een daling van de uitkeringslasten voor de overheid met ongeveer f 800 miljoen. Bij afwezigheid van kosten (tegenover de kosten van de ene staan immers de baten van de andere werkgever) is men geneigd te zeggen: baat het niet, het schaadt ook niet. Toch is het niet alles rozegeur en maeschijn.

Weliswaar zijn er geen financiële kosten en kan de gemiddelde wig dalen (vanwege de lagere uitkeringslasten), de marginale wig neemt toe. Dat is een negatief punt waarvan de gevolgen onduidelijk zijn. Deze risicofactor noopt dus tot voorzichtigheid. Weliswaar is het mogelijk om de marginale-wig-problematiek te omzeilen door de premiereductie te beperken tot ex-langdurig werklozen en/of die reductie alleen te geven in de eerste jaren nadat iemand aan de slag kwam, maar dat vergt allerlei bureaucratie die de effectiviteit drastisch kan beperken. Men denke aan de premiereductieregeling 'Ver-

meend/Moor' voor ex-langdurig- werklozen, die slechts 9.000 plaatsingen per jaar kent, terwijl er voordien al jaarlijks circa 24.000 langdurig werklozen een baan vonden. Bij bureaucratistische vormgeving van de loonkostendifferentiatie gelieve men de uitkomst van de sommen door drie te delen.

Ten slotte wijzen we op het gegeven dat we geen invloed van de relatieve arbeidsmarktontwikkelingen, verschuivingen in de vraag naar en het aanbod van specifieke beroepsgroepen, op de relatieve lonen hebben waargenomen. Bij veranderingen in de loonvorming waarbij de relatieve arbeidsmarkt wel invloed zou krijgen op de loonvorming zal dat uiteraard een gunstig effect op de daling van de werkloosheid hebben. In plaats van de grote verschillen in loonpeil die er thans blijken tabel 1 naar leeftijd en opleidingsniveau bestaan zouden beloningsverschillen dan mede worden gebaseerd op een factor die relevant is voor de groei van werkgelegenheid.

**Marein van Schaaik
Rob Waaijers**

7. In het kader van ons werk aan het dynamische micro-simulatiemodel "Micropolis" hopen we hierop in te gaan. In dit verband kan ook worden gewezen op de interessante studie van A. van Soest en A. Kapteijn, *Minimumlonen en de werkloosheid in Nederland*, Tilburg, 1988.

vervolg van blz. 1004

Voor een regeling waarvan mag worden verwacht dat er op grote schaal gebruik van wordt gemaakt, zullen de genoemde verdringingsmaatregelen op ondernemingsniveau waarschijnlijk te kort schieten om additionaliteit van de werkgelegenheid te waarborgen. Anders dan in de nu voorliggende plannen voorziet het hier besproken voorstel daarom in een geleidelijke koopkrachtverbetering. (Toeslag (a) stijgt, terwijl belastingen en premies voor zittende werknemers zakken; dit als resultaat van de koppeling aan de werkloosheidsomvang). Daarnaast zal ook additionele vraag door prijsdalingen worden uitgelokt. Merk op dat, paradoxaal genoeg, de kans op additionele werkgelegenheid kan toenemen naarmate de subsidie hoger is, mits de regeling verder met afdoende waarborgen tegen verdringing is omgeven. In dat geval kan een categorie goederen en diensten worden aangeboord die geen bestaande werkgelegenheid verdringt omdat ze voorheen eenvoudig niet (wit) werd aangeboden. Zie hiervoor ook de in verhouding gunstige verdringingspercentages en -categoriën van de hoge WVM-M subsidies en van de 80%-100%-subsidies in enkele Westduitse experimenten.

Verwachte effecten op de economische groei

Zeker in het begin zal de prijs voor arbeid die zo tot stand komt, kunnen concurreren met het zwarte circuit. Gaandeweg treedt in dit voorstel een koopkrachtstijging op, zowel door een stijging van toeslag (a) als door een kleinere wig bij werknemers die al een baan hadden. Dit zal de afzet bevorderen.

Daarnaast zal er exportgeleide groei ontstaan, dank zij een sterke daling van gemiddelde loonkosten ten opzichte het buitenland. Soortgelijke buitenlandse maatregelen gaan minder ver. (Dit kan overigens kritiek van EG-partners uitlokken. De Engelse 'Temporary employment subsidies' moesten in 1979 onder druk van EG-partners worden afgeschaft. Het hier besproken voorstel zou misschien als compensatie kunnen worden gepresenteerd voor het feit dat Nederland zich zelf jarenlang op een vrijwillige concurrentie- achterstand heeft gezet.)

Kosten van de maatregel

De kosten zijn aanvankelijk nihil ten opzichte van de huidige kosten. Aan de premiekant verandert er niets. De werkloze betaalt in feite met zijn uitkering voor een baan. Omdat die 'uitkering' wordt gefinancierd door werknemers en werkgevers, betalen werknemers en werkgevers dus samen voor het aanstellen van werklozen. De kosten van dit voorstel worden ook nu al uitgegeven in de vorm van premie- en belastingafdrachten, zodat daaraan verder niets hoeft te veranderen. Geleidelijk gaan 'werkgevers en werknemers samen' erop voort: dit gebeurt als de werkloosheid vermindert en premies en belasting kunnen zakken.

Extra kosten ten opzichte van de huidige situatie ontstaan in het hier gegeven voorbeeld als de werkloosheid boven het miljoen stijgt. Daarnaast bestaan er van aanvang af administratieve en organisatorische kosten.

**M.P.M. van de Ven
P.M.B. Vitányi**