

# Ontwikkelingen op de kapitaalmarkt

DRS. R. TH. V. M. POUW

## Inleiding

De Nederlandse kapitaalmarktrenten vertoont sinds het tweede kwartaal van 1978 een opwaartse tendens. Het rendement op de drie nieuwste langlopende staatsobligaties steeg in die periode van 7¼% naar 12,5% ultimo oktober 1981. Voor een deel kan deze omvangrijke rentestijging uit buitenlandse renteontwikkelingen worden verklaard, voor een ander deel moet de oorzaak worden gezocht in de discrepantie tussen enerzijds de vraag, met name de overheid doet bij fors oplopende financieringstekorten een steeds groter beroep op de kapitaalmarkt, en anderzijds de aanbodzijde, die nogal een monopolioide karakter heeft doordat het merendeel van het binnenlands aanbod bij één marktpartij i.c. de institutionele beleggers, is geconcentreerd. In onderstaand artikel worden de vraag- en aanbodverhoudingen op de Nederlandse kapitaalmarkt voor de jaren 1976-1981 (tw. kw.) aan een analyse onderworpen.

## Aanbod op de kapitaalmarkt

Het aanbod op de kapitaalmarkt wordt gevoed uit de macro-economische besparingen die in het binnenland tot stand komen, en het aanbod van buitenlandse besparingen. In tabel 1 wordt de samenstelling weergegeven van het totale aanbod op de Nederlandse kapitaalmarkt.

Uit tabel 1 kan worden opgemaakt dat het aanbod van kapitaalmarkt-middelen bij de fondsen (institutionele beleggers) en spaarbanken is geconcentreerd. De fondsen zijn hier kwantitatief verreweg het belangrijkste. Dit komt omdat het grootste gedeelte van de nationale besparingen in de vorm van premies toevloeit aan pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen.

## Binnenlandse besparingen

De nationale besparingen worden in de nationale rekeningen onderscheiden

naar besparingen van de overheid, de bedrijven, en de gezinshuishoudingen (zie tabel 2). De besparingen van de overheid worden gedefinieerd als het verschil tussen de lopende inkomsten en lopende uitgaven (dus de uitgaven exclusief de netto investeringen en netto kapitaaloverdrachten).

De teruggang in de besparingen van de overheid, uitgedrukt als percentage van het netto nationale inkomen, wordt veroorzaakt door het feit dat de lopende uitgaven in de afgelopen jaren, vooral onder invloed van de sterk toegenomen inkomensoverdrachten, een sterkere groei hebben vertoond dan de lopende inkomsten. De verbetering die in 1982 voor de overheidsbesparingen optreedt, wordt veroorzaakt doordat het financieringssaldo van de sociale fondsen — d.m.v. premieverhogingen — sterk verbetert en doordat wordt verondersteld dat het financieringstekort van de overheid wordt teruggedrongen.

De bedrijfsbesparingen bestaan uit de toevoegingen aan de reserves uit ingehouden winst. De gedaalde spaarquote van de bedrijven weerspiegelt de ongunstige rendementsontwikkelingen bij de bedrijven. Financiering van gewenste investeringen met behulp van eigen vermogen werd daardoor steeds minder mogelijk, zo niet onmogelijk. Hierdoor moest steeds vaker een beroep worden gedaan op bankkrediet, wat ertoe heeft geleid dat de vermogensstructuur (verhouding eigen/vreemd vermogen) van de bedrijven sterk is achteruit gegaan. Voor 1982 zijn de vooruitzichten met betrekking tot de bedrijfsbesparingen somber. Een stijgende arbeidsinkomensquote en een hoge rentevoet laten weinig ruimte over voor winsten welke in de bedrijven geactiveerd kunnen worden.

Ten slotte de gezinsbesparingen, als laatste en belangrijkste component van de nationale spaarquote. Deze bestaan uit de volgende elementen: de contractuele besparingen, d.w.z. de besparingen via pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen; daarnaast de vrije besparingen, enerzijds via spaar- en depositorekeningen en anderzijds via diverse kanalen als de aankoop van effecten en de toename van bank- en giroaldi; het aflossen van kredieten (sparen achteraf) enz.

De gezinsbesparingen als percentage van het netto nationale inkomen vertonen over een reeks van jaren per saldo een licht dalende trend doordat de dalende tendens bij de vrije besparingen de stijging bij de contractuele besparingen overtreft.

Tabel 1. De samenstelling van het aanbod op de kapitaalmarkt (totaal = 100)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981 (tw. kw.)
Binnenlands aanbod .....	102	91,6	94,4	92,3	90,0	94,8
w.v. via						
— fondsen en spaarbanken .....	49,3	46,4	47,4	48,0	55,0	59,3
— gezinnen en bedrijven .....	7,3	3,5	3,2	-1,0	4,4	9,8
— (financiële instellingen a) .....	45,4	41,7	43,8	45,3	30,6	25,7
Buitenlands aanbod .....	-2	8,4	5,6	7,7	10,0	5,2
Totaal aanbod .....	100	100	100	100	100	100

a) Geldscheppende instellingen, hypotheekbanken, en bouwfondsen.

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartalbericht*, 1981, nr. 2.

Tabel 2. Nationale besparingen (in procenten van het netto nationale inkomen)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981 b)	1982 c)
Overheid a) .....	2,3	1,9	0,8	0,2	0,9	0,9	2,5
Bedrijven .....	2,7	4,0	3,5	3,3	1,0	10,1	11,0
Gezinnen .....	10,9	9,0	9,0	8,8	9,6		
— contractueel .....	7,3	6,8	7,0	7,5	7,8	8,0	n.b.
— mutatie spaarrekeningen .....	2,4	4,9	4,3	3,9	3,3	n.b.	n.b.
— diversen .....	1,2	-2,7	-2,3	-2,6	-1,5	n.b.	n.b.
Totale nationale besparingen .....	15,9	14,9	13,3	12,3	11,5	11,0	13,5

a) Overheid, inclusief sociale fondsen.

b) *Miljoenennota* 1982, blz. 22.

c) Tweede Kamer, 17100, nr. 2, blz. 8.

Bron: *Nationale rekeningen* 1980.

\* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel.

Voor 1982 wordt een stijging van de nationale spaarquote van 2,5 procentpunt verwacht. Deze additionele besparingen doen de ruimte op de kapitaalmarkt, indien zij aldaar worden belegd, in 1982 toenemen.

### Buitenlandse besparingen

Het aanbod van buitenlandse besparingen op de Nederlandse kapitaalmarkt komt voornamelijk tot stand door de aankopen door niet-ingezetenen van binnenlandse obligaties en aandelen. Dit aanbod is afhankelijk van het relatieve renteniveau, de economische prestatie c.q. perspectief, het vertrouwen in de nationale valuta, en het relatieve inflatieniveau. Tabel 3 geeft het netto aanbod van buitenlandse besparingen in de periode 1976-1981 (tw. kw.) weer.

Nadat nog in 1976 Nederlandse obligaties en aandelen door buitenlandse beleggers per saldo werden afgestoten, trad in 1977 een forse omslag op. Door binnenlandse factoren, i.c. „boom” op de huizenmarkt en invoering van de directe kredietrestrictie, steeg het rente-écart t.o.v. het buitenland, waardoor er een omvangrijke buitenlandse beleggingsstroom op gang kwam. Deze beleggingsstroom heeft zich in de jaren daarna voortgezet, waarbij met name heeft meegespeeld dat de overheid in toenemende mate een beroep moest doen op buitenlandse besparingen. Als percentage van het totaal netto kapitaalmarkt-aanbod stijgen de buitenlandse besparingen tot maar liefst 10% in 1980. In de eerste helft van 1981 neemt het buitenlandse middelenaanbod aanzienlijk af onder invloed van zowel hoge rentetarieven in het buitenland, m.n. in de VS, als een gewijzigd valutasentiment ten gunste van de Amerikaanse dollar. De instandhouding van het rente-écart sedert begin 1978 kwam De Nederlandsche Bank bepaald niet ongelegen. De lopende rekening van de betalingsbalans sloeg in 1978 om in een tekort-

situatie, welke tot 1981 zou aanhouden. Het beleid in die jaren was dan ook gericht op kapitaalimport, ten einde de totale rekening van de betalingsbalans zo veel mogelijk in evenwicht te brengen. Een en ander heeft ertoe geleid dat het bezit aan guldenobligaties bij niet-ingezetenen aanzienlijk is toegenomen.

In dit kader is de door sommigen geuite kritiek op de jongste revaluatie van de gulden niet bepaald genuanceerd. Weliswaar leidt de appreciatie van de gulden op korte termijn tot concurrentieverlies voor onze exportsector, doch dit nadeel verdwijnt betrekkelijk sneldaar de inflatie in de depreciërende landen vaak aanzienlijk hoger is dan in ons land. Een besluit om niet samen met de Duitse mark te revalueren, zou, gezien de sterke positie van de gulden, tot onbegrip en zelfs tot wantrouwen in de gulden hebben kunnen leiden. In een situatie waarin buitenlandse beleggers een niet onaanzienlijke hoeveelheid Nederlandse obligaties in portefeuille hebben 1), dient, ten einde de ontwrichting van de Nederlandse kapitaalmarkt te vermijden, een dergelijk wantrouwen beslist vermeden te worden. Het massaal afstoten door de buitenlandse beleggers van Nederlandse obligaties zou de kapitaalmarkt nooit kunnen opvangen, hetgeen tot enorme rentestijgingen zou leiden, met alle desastreuze gevolgen voor de economie van dien.

### Beroep op de kapitaalmarkt

In tabel 4 worden de netto vraagverhoudingen op de Nederlandse kapitaalmarkt weergegeven.

Uit tabel 4 zijn een aantal belangwekkende ontwikkelingen af te leiden. Het meest opvallend is het zeer fors gestegen netto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt; in de eerste helft van 1981 was het aandeel van de overheid in het totale netto beroep bijna vier maal zo hoog als in 1978. Op het kapitaalmarktberoep van de overheid wordt la-

ter in dit artikel wat uitvoeriger ingegaan. De teruggang van het netto beroep bij de gezinnen en bedrijven weerspiegelt de economische recessie sinds de tweede oliecrisis eind 1979, de „crowding out” door de overheid, en de malaise op de woningmarkt. Hoewel het kapitaalmarktberoep van gezinnen en bedrijven in de officiële statistieken niet wordt gesplitst, mag worden aangenomen dat de teruggang zich in beide sectoren manifesteerde.

De „boom” op de woningmarkt in de jaren 1976 tot 1979 ging gepaard met een aanzienlijk beroep van de gezinnen op de kapitaalmarkt in de vorm van hypothecaire leningen. Onder invloed van stijgende prijzen op de huizenmarkt, stijgende hypotheekrente, en sombere perspectieven m.b.t. de inkomensontwikkeling, trad in de loop van 1979 een kentering op, welke zich in 1980 en 1981 voortzette. Het aantal nieuw verstrekte „gewone” hypotheekleningen op jaarbasis halveerde ruimschoots van 203.574 (totaal hypotheekbedrag f. 27 mrd.) in het topjaar 1978, tot 95.996 (totaal hypotheekbedrag op jaarbasis bedraagt f. 12 mrd.) in de eerste helft van 1981.

Het verminderde beroep van de bedrijven in 1980 en 1981 op de kapitaalmarkt is een direct gevolg van de terugval in de bedrijfsinvesteringen. Ook kan een verminderde toegang tot de kapitaalmarkt voor veel bedrijven, als gevolg van de verslechterde vermogensstructuur, hierbij een rol hebben gespeeld.

In 1980 liepen de netto investeringen in vaste activa (exclusief woningen) van de bedrijven t.o.v. 1979 met circa f. 2 mrd. terug tot f. 12 mrd. Voor 1981 wordt nog een grotere teruggang geraamd 2). Sombere afzetperspectieven en hoge rentestanden stellen nogal hoge eisen aan het investeringsrendement, zodat bij de huidige stand van de conjunctuur én het renteniveau alleen nog maar zeer rendabele investeringen tot stand komen.

Het beroep van de financiële instellingen, in het bijzonder van de geldschepende instellingen, nam in 1977 onder invloed van de invoering van de directe kredietrestrictie zeer sterk toe. De directe kredietrestrictie beoogde de groei van de totale binnenlandse kredietverlening (uitgezonderd de korte-kredietverlening aan de overheid) aan een bepaald maximum te binden, ten einde daarmee de liquiditeitscreatie van de geldschepende instellingen onder controle te krijgen. Voor zover de kredietverlening uit kapitaalmarkt-middelen wordt gefinancierd, is zij niet geldschepend, en viel zij dan ook niet onder het regiem van de kre-

Tabel 3. Netto aanbod van buitenlandse besparingen

	1976	1977	1978	1979	1980	1981 (tw. kw.)
Aanbod (in mln. gld.)	- 747	3.882	2.914	3.540	4.693	1.231
Als percentage van totaal netto kapitaalmarkt-aanbod	-2	8,4	5,6	7,7	10	5,2

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartalbericht*, 1981, nr. 2.

Tabel 4. Netto beroep (in procenten van het totale beroep) op de kapitaalmarkt

	1976	1977	1978	1979	1980	1981 (tw. kw.)
Overheid	23,8	18,7	15,3	22,7	33,7	57,3
Gezinnen/bedrijven	62,1	55,0	57,8	55,8	49,4	39,8
Financiële instellingen a)	10,2	25,0	24,2	22,5	16,4	1,0
Buitenland	3,9	1,3	2,7	-1,0	0,5	1,9
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

a) Geldschepende instellingen, hypotheekbanken, en bouwfondsen.

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartalbericht* 1981, nr. 2.

1) Ca. 30% van de Nederlandse obligaties is in buitenlands bezit; De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1980*, blz. 60.

2) Vergelijk de middelen en bestedingenstaat van de *Macro Economische Verkenningen 1982*.

dietrestrictie. Deze laatste bepaling stelde het bankwezen in staat, door een fors beroep te doen op kapitaalmarktmidde-len, tegemoet te komen aan een kredietvraag die aanvankelijk ver uitging boven het monetair toelaatbare.

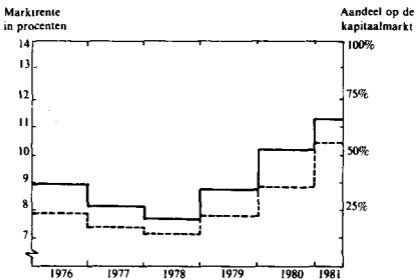
Onder invloed van de recessie daalde de groei van de kredietverlening van de geldscheppende instellingen van gemid-deld 20% in de periode 1976 t/m 1978 tot 7% in de eerste helft van 1981. Onder invloed van deze ontwikkelingen kon het kapitaalmarktberoep van het bankwezen afnemen zonder dat dit tot een overschrijding van de kredietnorm leidde: het netto beroep van de financiële instellingen daalde dan ook in de eerste helft van 1981 fors tot slechts 1% van het totale beroep. Omdat in de loop van 1981 de feitelijke creatie van liquiditei-ten sterk achter bleef bij het monetair toelaatbare, was dit voor De Nederland-sche Bank in april aanleiding om de kredietrestrictie per 1 juli tot eind 1981 op te schorten.

### Beroep van de overheid op de kapitaalmarkt

Zoals uit tabel 4 blijkt is het netto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt de laatste jaren voortdurend ge-stegen; in de eerste helft van 1981 steeg het aandeel van de overheid in het totale beroep maar liefst tot 57,3%. Deze „crowding in” wordt veroorzaakt door de sterk opgelopen financierings-tekorten en de wens de monetaire finan-ciering van de overheid te beperken. Een en ander heeft gezorgd voor een opwaartse impuls op het binnenlandse renteniveau.

In onderstaande figuur wordt een rela-tie gelegd tussen het binnenlandse kapi-taalmarktrenteniveau en het aandeel van het netto beroep van de overheid in het totale netto kapitaalmarktberoep.

*Figuur. De binnenlandse kapitaalmarktrente en het netto beroep van de overheid op de kapitaalmarkt*



Toelichting:  
 — = Gemiddeld effectief rendement, drie nieuwste staatsleningen  
 - - - = Aandeel netto overheidsberoep in het totale netto beroep

Uit de figuur blijkt dat beide be-wegingen parallel lopen; naarmate het aandeel van het netto beroep van de overheid kleiner respectievelijk groter

wordt, daalt respectievelijk stijgt het renteniveau. Bij interpretatie van bovenstaande figuur zij opgemerkt dat het verloop van de binnenlandse rente onder sterke invloed staat van buitenlandse rentebewegingen. Op zich is deze paralleliteit niet uniek en deze zou ook gelden wanneer b.v. de financiële instellingen hetzelfde vraaggedrag naar kapitaalmarkt middelen zouden vertonen als de overheid nu. Echter bij de particuliere sector worden de kosten van leenkapitaal afgewogen tegen de opbrengsten waarvoor men dat kapitaal zou aanwenden. Die opbrengsten zijn begrensd, zodat bij een stijgende rentevoet de vraag naar kapitaalmarkt middelen afneemt. Bij de overheid ontbreekt dit mechanisme: het financieringstekort is een saldogrootheid en dient gefinancierd te worden. De prijs waartegen de dekking van het tekort plaatsvindt staat niet primair. Een goed voorbeeld hiervan is de jongste staatslening, welke een couponrente droeg van niet minder dan  $12\frac{3}{4}\%$ .

De stijging van de rente op de Nederlandse kapitaalmarkt werd, zoals in de inleiding al werd gesteld, niet alleen veroorzaakt door het overmatige kapitaalmarktberoep van de overheid. Ook de internationale rentestijgingen

waren hieraan debet. Toch zou de invloed van de buitenlandse rente op de binnenlandse rente minder zijn geweest indien de overheid voor de dekking van het financieringstekort niet zo afhankelijk was geweest van buitenlandse besparingen. Om die buitenlandse besparingen naar Nederland te lokken, moest de minister van Financiën de couponrente op staatsleningen afstemmen op het buitenlandse renteniveau. Hierdoor werd de buitenlandse rente-ontwikkeling in hoge mate bepalend voor de rente-ontwikkelingen in ons land.

Aan het terugdringen van het financieringstekort en daarmee van het overmatige beroep op de kapitaalmarkt, dient de hoogste prioriteit te worden gegeven, met name omdat de positieve effecten van een lagere rente die daarvan het gevolg zijn, gevoeld worden binnen alle sectoren van de economie. Pseudo-bezuinigingen die ertoe leiden dat overheidsuitgaven, buiten de begroting, rechtstreeks op de kapitaalmarkt worden gefinancierd, dragen niet bij aan de zo noodzakelijke daling van de kapitaalmarktrente en de versterking van de marktsector van onze economie.

**R. Th. V. M. Pouw**