

Beleggingsvoorschriften

Van tijd tot tijd duiken steeds weer plannen op om beleggingsvoorschriften in te voeren waardoor institutionele beleggers gedwongen kunnen worden een deel van hun middelen tegen een lagere rente dan de marktrente te beleggen in bijzonder nuttige maatschappelijke investeringsprojecten, zoals sociale woningbouw. Met name de stagnatie in de bouwproductie heeft de oude discussie weer nieuw leven ingeblazen, en in de verkiezingsprogramma's van verschillende politieke partijen was de gedachte van beleggingsdwang in een of andere vorm terug te vinden. Nog onlangs sloten ook de informateurs Lubbers en De Koning de mogelijkheid van beleggingsdwang niet uit, wanneer institutionele beleggers niet uit zich zelf voldoende geld in de woningbouwsector zouden investeren. De gedachte blijft zich in een zekere populariteit verheugen.

Het is natuurlijk ook bijzonder verleidelijk te proberen een deel van de brede geldstroom die door de handen van de institutionele beleggers gaat, af te tappen en daarmee het eigen droge tuintje te bevoelen. Alleen in 1980 beliep de aanwas van lange beleggingen van institutionele beleggers al ca. f. 26 mrd., ofwel ruim 9% van het netto nationale inkomen. Daarmee kwam het totaal van de lange beleggingen eind vorig jaar op f. 251,2 mrd. Dat zijn bedragen waar nog eens iets moois mee valt te doen.

In een motie die in oktober vorig jaar met ruime meerderheid door de Tweede Kamer werd aanvaard (motie-De Graaf), werd de regering dan ook verzocht „een onderzoek in te stellen naar de mogelijkheden van beleggingsvoorschriften ter bevordering van investeringen in projecten van grote maatschappelijke waarde”. Achtergrond daarbij was dat de Tweede Kamer meende dat de institutionele beleggers de aan hen toevertrouwde gelden in toenemende mate in het buitenland investeerden. Als reactie op de motie bracht minister Van der Stee, na advies te hebben ingewonnen bij De Nederlandsche Bank, de Verzekeringkamer, de Centrale Beleggingsraad en de Adviescommissie voor Pensioenen, twee weken geleden de *Nota inzake beleggingsvoorschriften* uit waarin de wenselijkheid van beleggingsvoorschriften aan een nader onderzoek wordt onderworpen. De minister komt tot de conclusie dat aan het invoeren van beleggingsvoorschriften zeer ernstige bezwaren kleven. Het is interessant deze bezwaren eens op een rijtje te zetten.

1. In de eerste plaats gaan beleggingsvoorschriften als middel om de stagnatie bij bepaalde investeringscategorieën op te heffen, voorbij aan het algemenere en fundamentele probleem van de hoge rente, dat voor een deel samenhangt met de tekortschietende nationale besparingen. Van 1974 tot 1980 is de nationale spaarquote gedaald van 20 tot ca. 12% van het nationale inkomen. Dat heeft geleid tot een fundamentele onevenwichtigheid tussen middelen en bestedingen en een opwaartse druk op de rente, die voor *alle* investeringsactiviteiten een belemmering vormt. In het bijzonder het verkleinen van het financieringsstekort van de overheid zou méér kunnen bijdragen tot evenwichtsherstel op de kapitaalmarkt dan beleggingsvoorschriften.

2. Beleggingsdwang is een zeer inefficiënt instrument om de kapitaalmarkt te reguleren. De kapitaalmarkt is bijzonder gevoelig voor veranderingen in relatieve prijzen. Vervanging van het marktmechanisme door het budgetmechanisme zou tot misallocatie van kapitaal leiden. Wanneer institutionele beleggers niet geïnteresseerd zijn in b.v. de sociale woningbouw is dat een teken dat de rendementen daar te laag zijn of de risico's te hoog. Dan moet de overheid daar op een andere manier dan door middel van beleggingsvoorschriften op inspelen en gebruik maken van marktconforme instrumenten.

3. In het Verdrag van Rome is bepaald dat het kapitaalverkeer tussen de lidstaten van de Europese Gemeenschap vrij moet worden gemaakt. Beleggingsvoorschriften die zich richten op beperking van de kapitaaluitvoer zijn in strijd met dit verdrag.

4. Indien institutionele beleggers zouden worden gedwongen te beleggen in bepaalde sectoren, zou dat ten koste gaan van hun beleggingen in andere sectoren. Het totaal van de kapitaalmarkt middelen wordt door de beleggingsvoorschriften immers niet verhoogd. Kapitaalvragers als het rijk, de lagere overheid, nutsbedrijven, waterschappen e.d., die evenzeer maatschappelijk gewenste investeringen verrichten, zouden worden benadeeld. Om de beschikbaarheid van financieringsmiddelen ook daar niet in gevaar te brengen zouden weer nieuwe beleggingsvoorschriften gegeven moeten worden. Uiteindelijk zou de kapitaalmarkt steeds verder in compartimenten worden opgedeeld. In het resterende vrije deel zou de rente sterk worden opgedreven, wat vooral voor de investeringen in de particuliere sector (die óók gewenst zijn en uit vrije beleggingen moeten worden gefinancierd) zeer nadelig zou zijn.

5. Voorts zouden beleggingsvoorschriften de beleggingen van buitenlandse beleggers in ons land sterk kunnen doen verminderen. Invoering ervan zou worden beschouwd als een bewijs van onvermogen om met marktconforme instrumenten op de kapitaalmarkt orde op zaken te stellen. In tegenstelling tot wat in de motie-De Graaf werd verondersteld, worden door Nederlandse institutionele beleggers slechts weinig beleggingen in het buitenland verricht (niet meer dan ca. 2% van het totaal). Daarentegen vindt er wel een belangrijke import van buitenlands kapitaal naar ons land plaats (in 1980 naar schatting rond f. 2 mrd.). Per saldo zouden beleggingsvoorschriften het aanbod op de kapitaalmarkt dan ook eerder verkleinen dan veruimen.

6. Last but not least verhindert het uitvaardigen van beleggingsvoorschriften pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen een optimaal rendement op hun beleggingen te behalen. Dit leidt tot verhoging van premies of verlaging van uitkeringen voor pensioengerechtigden en verzekerden en is in strijd met de intentie waarvoor zij hun bijdragen hebben afgestaan. Het is moeilijk te rechtvaardigen dat specifieke groepen voor de kosten van maatschappelijk gewenste projecten worden aangeslagen.

Al met al lijken beleggingsvoorschriften niet te kunnen worden beschouwd als een efficiënt instrument om de financieringsproblemen in bepaalde sectoren op te lossen. Dat neemt niet weg dat er, met name door de hoge reële en nominale rente, b.v. in de sociale woningbouw, wezenlijke problemen zijn ontstaan, waarvoor een oplossing moet worden gezocht. Andere instrumenten lijken daarvoor echter meer geschikt, zoals b.v. een verhoging van het gegarandeerde rendement als onlangs door het rijk in de premiehuursector werd doorgevoerd. De belangstelling van beleggers voor die sector lijkt overigens terug te keren. Zo heeft het Pensioenfonds voor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke belangen (PGGM) onlangs de bouw van 2.000 premiehuurwoningen ter hand genomen.

In zijn algemeenheid kan beslist niet worden gesteld dat de kapitaalmarkt slecht functioneert en het is gevaarlijk door beleggingsdwang de efficiëntie van die markt in de waagschaal te stellen. De maatschappelijke kosten daarvan zouden de baten van een lagere rente voor maatschappelijk gewenste projecten wel eens aanzienlijk kunnen overtreffen.

L. van der Geest