KANTTEKENINGEN

BEDENKINGEN BIJ HET VERSLAG VAN EEN GROEP VAN DESKUNDIGEN OVER DE VORMING VAN EEN EUROPESE KAPITAALMARKT

door

M. VAN HECKE

Hoofd van de Studiedienst der Nationale Investeringsmaatschappij

RÉSUMÉ — *Quelques réflexions à propos du rapport d'un groupe d'experts sur le développement d'un marché européen des capitaux.* — L'intégration financière provoque une diminution de l'efficacité de la politique monétaire nationale. Les propositions faites dans le rapport sur le développement d'un marché européen des capitaux en matière de politique budgétaire (la flexibilité des dépenses de consommation et des transferts; l'emploi anti-conjoncturel des programmes d'investissements; la faculté de faire varier sans délai les prélèvements fiscaux directs et indirects ainsi que les modalités d'amortissement) ne sont pas susceptibles de compenser cette perte d'efficacité.

Contrairement à ce que prétend le rapport, l'intégration financière ne conduit pas nécessairement à une harmonisation de la croissance économique des états membres de la C.E.E. A cet égard, l'attrait des pôles de développement sur les investissements, de même que la difficulté de supprimer certains circuits de capitaux nationaux sont sous-estimés.

L'intégration financière doit être accompagnée d'une harmonisation des politiques économiques et financières nationales. Etant donné la durée probable de ce processus, il est indispensable de prévoir dès maintenant, l'instauration des organes et mécanismes (par exemple une Société Européenne d'Investissement) aptes à faciliter la mutation des structures industrielles dans une optique communautaire.

I. INLEIDING

In het verslag over de vorming van een Europese kapitaalmarkt (1) worden een aantal belangrijke problemen die zich stellen bij de financiële integratie besproken. Aangezien de vorming van een Europese kapitaalmarkt als doelstelling wordt vooropgezet, is het verslag niet vrij te pleiten van een zekere partijdigheid. De vorming van een Europese kapitaalmarkt is slechts een middel om de doelstellingen van artikel 2 van het Verdrag van Rome te verwezenlijken, nl. „bij te dragen tot : de harmonische ontwikkeling van de economische activiteiten in het geheel van de Gemeenschap, een continue en evenwichtige expansie, een grote stabiliteit, een versnelde verhoging van het levenspeil, en nauwere betrekkingen tussen de lid-staten". Hierdoor is het probleem van het economisch evenwicht zowel in de ruimte als in de tijd in zijn volle omvang gesteld. De groep van deskundigen houdt hiermee niet ten volle rekening.

De uitvoering van sommige adviezen van de groep van deskundigen veronderstelt een grondige heroriëntering van de nationale politiek inzake conjunctuur, regionale ontwikkeling, openbare financiën en monetair even-

(1) *Le développement d'un marché européen des capitaux.* C.E.E. Brussel 1966.

wicht. De groep van deskundigen beveelt een vage coördinatie aan van de economische politiek in de plaats van een gemeenschappelijke actie en de oprichting van gemeenschappelijke instellingen.

Het rapport draagt de stempel van de zienswijze van de groep van deskundigen op hun opdracht. In het woord vooraf leest men : „Aucune analyse systématique des marchés financiers nationaux n'a donc été entreprise. L'étude a porté sur les principaux circuits financiers et a consacré une attention particulière à certaines catégories d'institutions".

Weliswaar heeft een gedetailleerde beschrijving van elke nationale kapitaalmarkt hier weinig zin, maar het komt ons voor, dat een synthese van de mechanismen die instaan voor de financiering van de investeringen wel nuttig zou zijn. Ingevolge zijn opbouw geeft het huidige verslag geen kijk op de invloed die de vooropgestelde wijzigingen kunnen hebben op het tot stand komen van het evenwicht tussen sparen en investeren zowel op de nationale als op de geïntegreerde Europese kapitaalmarkt. Men kan zich afvragen of de aanbevelingen die één bepaalde financiële kringloop of één instelling betreffen nog waarde hebben als de kapitaalmarkt in zijn geheel wordt beschouwd.

II. CONJUNCTURELE VERSCHILLEN BINNEN DE EUROMARKT EN DE CONJUNCTUURPOLITIEK

De groep van deskundigen aanvaardt het voorkomen van afwijkingen op korte termijn tussen de conjuncturele toestand van de lid-staten ingevolge het bestaan van structurele verschillen. Door de integratie zou de conjuncturele afhankelijkheid stijgen. Een ongelijke conjunctuur in de lid-staten blijft evenwel mogelijk. Dit is des te meer het geval als de nationale economische politiek onvoldoende gecoördineerd is (1).

Feitelijk gaat het niet om faseverschillen van eenzelfde cyclus, maar betreft het diverse cyclussen. Of de integratie zal leiden tot één enkele cyclus of tot een volkomen synchronisatie van de afzonderlijke cyclussen zijn twee vragen. Wanneer bij een voldoende graad van integratie de economie van de Euromarkt als een geheel wordt beschouwd kan de economische activiteit der lid-staten na aggregatie een eigen cyclus laten zien. Dit belet niet dat partiële cyclussen voor elk land kunnen optreden die niet volledig gesynchroniseerd zijn. De differentiatie van de industriële structuur heeft niet de neiging te verdwijnen; een verscherping ervan wegens de toenemende specialisatie is zelfs waarschijnlijk. De ongelijke dosering van de nijverheidstakken en van de produktieactiviteiten in de economieën der lid-staten is van aard cyclussen met eigen karakteristieken in leven te houden, onder invloed van de dynamiek van de afzetmarkten en de technische ontwikkeling. Dit wordt op het huidig ogenblik voldoende bewezen door de ongelijke economische evolutie van de verschillende gewesten binnen eenzelfde land (2). Niettegen-

(1) *Le développement d'un marché européen des capitaux*, *op.cit.*, blz. 82.

(2) Zie hieromtrent R. A. SIEGEL, „Do regional business cycles exist?", *Western Economic Journal*, December 1966, blz. 44-57.

staande de grotere onderlinge afhankelijkheid van het verloop van de totale vraag in de lid-staten is de weerslag op de economische activiteit van elk land nochtans niet dezelfde. De uitvoerstructuur van de lid-staten wordt door de integratie niet gelijk getrokken. De veranderingen van de afzetvoorwaarden der verschillende produkten verlopen evenmin identiek en derhalve neemt de omvang van elk van de desbetreffende activiteiten niet op hetzelfde ogenblik of in dezelfde mate toe of af. De regionale problemen zullen zich op een grotere schaal binnen de E.E.G. voordoen. Noch de groei, noch de conjunctuur zullen voor alle economische gewesten gelijk zijn.

Aangezien enerzijds gelokaliseerde onevenwichten kunnen optreden en anderzijds het besmettingsgevaar voor de andere economieën door de interdependentie groter is geworden, moeten onmiddellijk de gepaste economisch-politieke maatregelen kunnen worden getroffen. Zolang er geen politieke integratie bestaat dienen de lid-staten over de nodige instrumenten te beschikken om de stabiliteit van de prijzen, de tewerkstelling en het betalingsbalansevenwicht te handhaven.

Volgens het verslag is een actie op het volume en de kosten van het krediet niet doelmatig om de totale monetaire vraag te regelen. Ingevolge de onderlinge betrekkingen tussen de kapitaal- en de geldmarkten van de E.E.G. zijn de ondernemingen in staat, althans gedeeltelijk, hun financiële behoeften in het buitenland te dekken. Niettemin meent de groep van deskundigen : „la politique du crédit conserverait néanmoins une fonction essentielle qu'il s'agisse de contrecarrer des fluctuations indésirables dans les paiements internationaux ou de maîtriser la demande monétaire globale en étayant la politique budgétaire" (1). Het heil wordt verwacht van de beheersing van de kredietverstrekking ten bate van de consumptie te meer daar „dans la seule optique de la croissance, il peut déjà paraître contestable d'avoir à peser sur les investissements pour n'atteindre qu'en second lieu la consommation" (2). Indien de afremming van de consumptie doeltreffend is, terwijl verder wordt geïnvesteerd, kan overcapaciteit worden geschapen. Overigens zal de vertraging van het verbruik na enige tijd ook remmend werken op de investeringen. De beperking van het consumptiekrediet gaat overigens samen met discriminatie. Vooral de duurzame verbruiksartikelen worden getroffen, terwijl bepaalde bevolkingsgroepen er meer dan andere gevoelig voor zijn. Het valt te betwijfelen of de politiek ten aanzien van het consumptiekrediet alleen volstaat om de conjunctuur te stabiliseren. Tijdens de inflatie bezorgt de stijging van de inkomens de nodige koopkracht en in de laagconjunctuur is de vraag naar krediet vaak geringer dan het aanbod ervan.

Zich bewust van de beperkte mogelijkheden van de kredietpolitiek legt de groep van deskundigen de klemtoon op de budgetaire politiek „une plus grande rapidité d'intervention face à des déséquilibres conjoncturels et un recours plus diversifié et plus systématique aux instruments de la politique budgétaire apparaissent souhaitable" (3). Die instrumenten zijn : 1) de flexibiliteit van de consumptie-uitgaven en van de transfers; 2) het anticyclus-

(1) *Le développement d'un marché européen des capitaux*, *op.cit.*, blz. XIX.
(2) *Ibid.*, blz. 91.
(3) *Ibid.*, blz. XIX.

gebruik van de investeringsprogramma's; 3) de mogelijkheid om de heffingspercentages van de directe en indirecte belastingen alsmede de afschrijvingsmodaliteiten zonder uitstel te veranderen.

Het verslag getuigt hier van een bijzonder optimisme nopens de mogelijke en waarschijnlijke resultaten van de anticyclische begrotingspolitiek. De publieke consumptie bestaat grotendeels uit personeelsuitgaven die weinig flexibel zijn. Hetzelfde geldt voor de transfers die bepaald zijn door de sociale en economische wetgevingen waarvan elke voorgenomen wijziging die tot een vermindering van de uitgaven leidt, stuit op de weerstand van de pressiegroepen en van de openbare opinie. De flexibiliteit is te marginaal om bevredigende resultaten te kunnen opleveren.

De openbare investeringen lenen zich slecht tot een conjunctuurpolitiek. Aangezien het moeilijk is om de omslag van de conjunctuur tijdig te voorzien, worden de investeringsbeslissingen vaak getroffen wanneer de recessie reeds een aanvang heeft genomen. De tijd die verloopt tussen de beslissing en de tenuitvoerlegging ervan heeft tot gevolg dat het multiplicatoreffect zich vaak doet voelen als de economie reeds opnieuw in de opgaande fase is.

Wat betreft de verandering van de heffingspercentages en de afschrijvingsmodaliteiten stuit men eveneens op een aantal hinderpalen. De psychologische reacties zijn moeilijk te voorspellen. De groep van deskundigen onderstreept de politieke tegenstand, o.m. van de sociale partners, uit vrees een nieuwe en nadeliger verdeling van de fiscale last definitief te zien tot stand komen ingevolge maatregelen die als tijdelijk worden voorgesteld. Het systeem zou ook zeer vlug zijn elasticiteit verliezen. Ingevolge de voortdurend stijgende behoeften van de overheid mag men verwachten dat de maximum heffingspercentages vlug altijd zullen worden toegepast. Wanneer dit systeem niet uniform door de lid-staten wordt toegepast kunnen zich bovendien kapitaalbewegingen voordoen die tegen de optimale verdeling indruisen. De afschrijvingsmodaliteiten en de belastingen oefenen immers grote invloed uit op de investeringen. Het verslag is op dit punt in strijd met de argumenten die aangevoerd zijn ten voordele van het kredietbeleid ten aanzien van de consumptie.

De verhoging van de tarieven van de openbare diensten, die in het verslag op verschillende plaatsen wordt gevraagd om de druk van de overheid op de kapitaalmarkt te verminderen, kan de prijsstabiliteit in gevaar brengen.

III. HET EVENWICHT SPAREN - INVESTEREN

Wat de financiering betreft van de investeringen vertrekt de groep van deskundigen van een valse veronderstelling : „les taux d'investissement nécessaires pour atteindre les objectifs de croissance souhaités ne devraient pas, en principe, présenter de différences notables entre les pays de la Communauté. Sur base de cette hypothèse, on pourrait supposer que les pays qui montrent un taux de formation de l'épargne anormalement bas, sont ceux où des tensions sont le plus susceptibles de se manifester sur le marché des capitaux" (1).

(1) *Le développement d'un marché européen des capitaux*, *op. cit.*, blz. 22.

De economische groei wordt niet uitsluitend bepaald door de kwantiteit der investeringen, maar in grote mate door de kwaliteit (1). Een lage spaarquote wijst niet steeds op financiële spanningen, aangezien het zeer goed mogelijk is dat de investeringsbeslissingen ontbreken.

Aangezien ex-post sparen en investeren steeds aan elkaar gelijk zijn, kunnen er evengoed spanningen optreden bij een hoge als bij een lage spaarquote. De wederzijdse aanpassing van het sparen en de investeringen geschiedt macro-economisch door een expansie of een contractie van het nationaal inkomen. Deze zienswijze is tegengesteld aan de mening van de groep van deskundigen: „l'ajustement de l'épargne intérieure brute et de la formation brute de capital s'effectue par l'intermédiaire du solde extérieure en compte courant" (2). Een grotere mobiliteit van het kapitaal leidt niet noodzakelijk tot „la réalisation de l'objectif d'une croissance harmonisée à travers la Communauté" (3). Die opvatting steunt op de hypothese dat het vrije kapitaalverkeer geen gevaar inhoudt voor de concentratie van de investeringen in de reeds sterk geïndustrialiseerde gebieden. Dit uitgangspunt is betwistbaar; zekere ontwikkelingspolen oefenen een sterke aantrekkingskracht uit op de vestiging van de bedrijven.

Het is moeilijk om definitieve besluiten te formuleren over de groeikansen van de lid-staten op grond van de totale spaar- en investeringsquote. De structuur van het sparen en van de investeringen dient in acht te worden genomen. In het algemeen vertoont het sparen de neiging om bepaalde behoeften bij voorkeur te financieren. De ondernemingen doen aan autofinanciering; de gezinnen financieren ten dele de woningbouw; de overheid financiert bij prioriteit haar eigen investeringen. Op die manier wordt een groot deel van het nationaal sparen opgeslorpt door de nationale investeringen.

Het sparen der gezinnen vormt een bron bij uitstek van financiële middelen voor de economie. Een deel ervan doet zich voor als reservevorming in de verzekeringsorganismen. Het saldo zoekt likwiditeit, veiligheid en rentabiliteit in de vorm van deposito's of staatsfondsen. De overheid neemt een groot gedeelte op van de fondsen die op de kapitaalmarkt worden aangeboden om haar steeds stijgende behoeften te dekken. „Le souci des pouvoirs publics de remédier à l'insuffisance des équipements sociaux et d'améliorer les infrastructures collectives indispensables à la croissance économique conduit à une progression accélérée des investissements publics, alors que l'épargne des administrations ne peut augmenter en général qu'à un rythme plus lent. En outre, même lorsque le financement de ces investissements directs est assuré par l'épargne interne des secteurs, les administrations jouent souvent sur le marché un rôle d'intermédiaire en empruntant des capitaux pour financer des interventions de caractère économique sous forme de prêts aux entreprises" (4).

---

(1) Zie P. W. Johnson & J. S. Chia, „Growth and investment according to international comparisons : a comment", *The Economic Journal*, September 1965, blz. 629.

(2) *Le développement d'un marché européen des capitaux*, *op. cit.*, blz. 23.

(3) *Ibid.*, blz. 24.

(4) *Ibid.*, blz. 33-34.

Deze evolutie gaat niet in de gewenste richting, aangezien de vermindering van de druk op de nationale markten essentieel is voor de financiële integratie. Volgens de groep van deskundigen moet worden bespaard op de openbare consumptie en moet een beter evenwicht van het systeem der maatschappelijke zekerheid worden verwezenlijkt zodat de last voor de overheid kleiner wordt. „Cependant, le freinage de l'accroissement de certaines dépenses publiques rencontre des limites qui risquent de rendre inévitable un accroissement des prélèvements fiscaux" (1). Het is nuttig eraan te herinneren dat ook op het stuk van de fiscaliteit grenzen bestaan zowel van economische, technische als van psychologische aard. Het sparen en de investeringen worden onvermijdelijk getroffen zelfs indien : „les prélèvements accrus ... s'effectuent au détriment des dépenses de consommation privée" (2) zoals het programma voor de politiek op middellange termijn veronderstelt. In de economische kringloop is het niet mogelijk het effect van een belastingverhoging te beperken tot het verbruik. Het is overigens weinig waarschijnlijk dat de behoeften van de centrale en de lagere overheid werkelijk kunnen worden verminderd.

IV. HET RISICO-DRAGEND KAPITAAL

De behoefte aan risico-dragend kapitaal van de ondernemingen is in de laatste jaren sterk gestegen. De winstmarges zijn gedaald niet alleen wegens de stijging van de lonen en de verscherpte concurrentie maar tevens door een gebrek aan efficiëntie bij de organisatie van de voortbrenging en in het bijzonder door de veroudering van de industriële produkten. Aangezien de concurrentiemogelijkheden ten opzichte van de V.S. en Japan worden bepaald door de techniciteit, de kwaliteit en de nieuwigheid van de produkten die het resultaat zijn van dure technologische opzoekingen, zijn de behoeften aan kapitaal nog groter ingevolge de technische vooruitgang.

Het probleem is hoe en in welke mate de ondernemingen de kapitalen kunnen aantrekken die ze nodig hebben. Sinds geruime tijd stelt men vast dat vooral beroep wordt gedaan op vreemd kapitaal o.m. om fiscale redenen en om te kunnen genieten van de voordelen voorzien in de wetgeving inzake de economische expansie en de reconversie. Het herstellen van het financieel evenwicht der ondernemingen hangt af van de mogelijkheid risico-dragend kapitaal op te nemen.

Zowel de democratisering als de institutionalisering van het sparen hebben een achteruitgang van het aanbod van risico-dragend kapitaal veroorzaakt. Dit is des te meer het geval omdat de institutionele beleggers eveneens worden aangetrokken door de likwiditeit, de veiligheid en de rentabiliteit van de beleggingen. De groep van experten ziet de oplossing in een groter aanbod van risico-dragend kapitaal door de institutionele beleggers. Het is echter niet zeker dat de institutionele beleggers zulks wensen : in België bereiken die nstellingen niet de wettelijke grenzen inzake belegging in aandelen. De eisen

(1) *Ibid.*, blz. 140.
(2) *Ibid.*, blz. 140.

van rentabiliteit, veiligheid en likwiditeit zijn meestal vervuld op de obligatiemarkt, terwijl dit in mindere mate het geval is voor de aandelenmarkt. De rendabele ondernemingen zijn ook doorgaans goed geplaatst om aan autofinanciering te doen en bieden derhalve geen aandelen aan op de markt. Daarnaast is er een hele gamma van ondernemingen van geringe omvang of ondernemingen die moeten moderniseren, rationaliseren, converteren en op de belegger geen aantrekkingskracht uitoefenen. Een relais-instelling zoals de Nationale Investeringsmaatschappij in België kan bijdragen tot de vermindering van de schaarste aan risico-dragend kapitaal. Op Europees vlak zou het wenselijk zijn een analoge instelling in het leven te roepen. Op die manier zou worden vermeden dat de harmonisatie van de economische politiek en van de wetgeving dient te worden afgewacht om een financieringsmechanisme van Europese dimensie ter beschikking te stellen van de industrie. Ingeval dit nog lange tijd zou ontbreken, bestaat het gevaar dat de structurele verandering van de industrieën der lid-staten zich in een louter nationaal kader zou voltrekken. Hierdoor zouden de bedrijfstakken bij gebrek aan ontplooiingsmogelijkheden hun „nationale" kenmerken blijven behouden en niet uitgroeien tot een werkelijke Europese industrie die bekwaam is om het hoofd te bieden aan de concurrentie van de derde landen.