

## Zijn de investeringen te laag ?

*What goes down, must come up ...*

- Ø Investeringsniveaus zijn tijdens de beide recessies flink gedaald
- Ø In Nederland was de terugval groter dan in de eurozone
- Ø Gecorrigeerd voor prijsstijgingen was die daling echter duidelijk kleiner
- Ø De daling deed zich vooral voor bij de woninginvesteringen, die zeer sterk afnamen
- Ø Daling van de investeringen is vrijwel geheel toe te schrijven aan forse productiekrimp
- Ø Inmiddels is het investeringsniveau in Nederland weer gestegen - méér dan in de eurozone
- Ø De bedrijfsinvesteringen (excl. woningen) in % van het BBP zijn nu - in volume - hoger dan het gemiddelde niveau in de periode 1995-2007 - én hoger dan het eurozonegemiddelde.

De investeringen zijn in de recente recessieperiodes in veel landen sterk gedaald. Met name in Nederland zagen we tussen 2008 en 2013 een forse terugval van de zogeheten investeringsquote - dat zijn de investeringen als percentage van het bruto binnenlands product (BBP; zie grafiek rechts). Deze daling heeft nogal wat aandacht gekregen omdat investeringen een belangrijke rol spelen bij de economische groei. Een rol die anders is dan die van bijvoorbeeld de consumptie of de uitvoer.

Meer groei van de investeringen, de consumptie of de uitvoer betekent in principe meer groei van de economie. Maar er is nog een ander aspect: meer investeringen zorgen voor een grotere kapitaal-

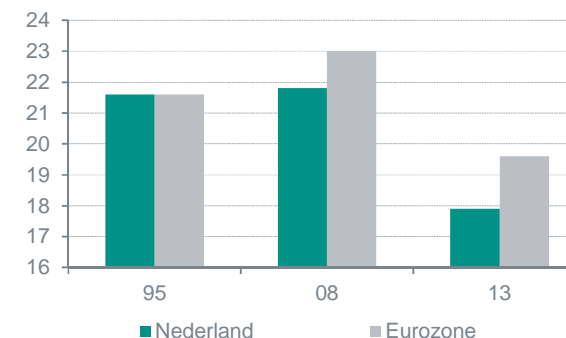
goederenvoorraad in een land (bijvoorbeeld meer of betere machines, computers en transportmiddelen). Dat wil zeggen dat het nationale productievermogen toeneemt, waardoor in de toekomst meer kan worden geproduceerd.

### Vragen

Begrijpelijk dus dat met zorg wordt gekeken naar de daling van de investeringsquote in de voorbije twee decennia. Het zou immers kunnen betekenen dat de toekomstige economische groei onder druk staat. Een belangrijke vraag is: wat is de oorzaak van de daling van deze investeringsquote? En een volgende vraag: laat Nederland een ander beeld zien dan de eurozone?

### Investeringsquote gedaald na piek 2007/'08

Investeringen in % BBP



Middelste kolom eurozone is 2007

Bron: Eurostat

### Investeringsquote gedaald in 1995-2015

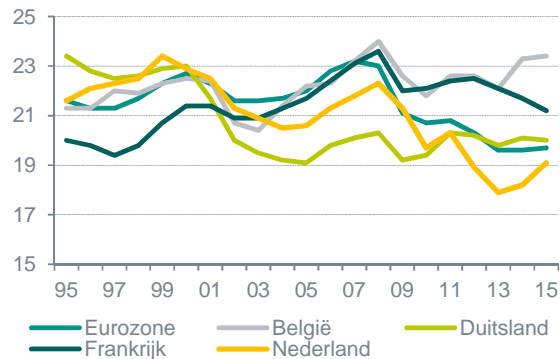
In de voorbije twintig jaar (1995-2015) is de investeringsquote in de eurozone met bijna 2%-punt gedaald naar minder dan 20%<sup>1</sup> (zie grafiek volgende blz.). Die beweging was zelfs nog iets sterker in Nederland. Daar daalde die quote met 2½%-punt. In België en Frankrijk daarentegen is de quote juist gestegen. De daling in het VK is vergelijkbaar met die in Nederland. Ook in de VS daalde de quote - met zo'n 1¼%-punt.

<sup>1</sup> Cijfers voor heel 2015 zijn nog niet bekend. De hier vermelde cijfers voor 2015 betreffen het gemiddelde van het laatste kwartaal van 2014 en de eerste drie kwartalen van 2015.

Omdat het laatste deel van deze periode sterk is getekend door de kredietcrisis en de eurocrisis (of staatsschuldencrisis), kijken we eerst naar de periode tot het jaar 2008. In dat jaar begon namelijk de 'Grote Recessie'. Wat opvalt, is dat in de periode 1995-2007 de investeringsquote doorgaans een wat beter beeld liet zien dan in de hele periode tot 2015. In Nederland is de quote in die jaren gestegen, al was dat slechts een beetje. In 2008 is de Nederlandse quote trouwens nog iets verder opgelopen.

### Veel investeringsquotes na 2007/08 gedaald

Investeringsquote in % BBP



Bron: Eurostat

### Reële quote is minder gedaald

De investeringen nemen uiteraard toe of af als bedrijven meer of minder, zeg, machines aanschaffen. Maar ook kan het bedrag van de investeringen toe- of afnemen door prijsstijgingen of prijsdalingen. Omdat de prijzen van investeringsgoederen en van het BBP niet in hetzelfde tempo stijgen of dalen, kijken we ook naar de *reële*

investeringsquote. Dat is dus de quote waarin zowel teller (investeringen) als noemer (BBP) gecorrigeerd is voor prijsstijgingen.

Het blijkt dat vrijwel overal de reële quote sinds 1995 minder is gedaald of meer is gestegen dan de nominale quote.<sup>2</sup> De daling van de Nederlandse quote is nu duidelijk geringer: minder dan 1%-punt. (Zie onderstaande grafiek.) De Nederlandse reële quote is zelfs minder gedaald dan die van de eurozone. (In de periode 1995-2007 was deze echter minder gestegen dan de quote voor de eurozone.)

### Reële investeringsquote is minder gedaald

Investeringsquote in % BBP - Nederland



Bron: Eurostat

Duidelijk is dat de daling van de investeringsquote vooral heeft plaatsgevonden sinds het begin van de (eerste) crisis in 2008. Daarom gaan we nu nader op deze periode in.

<sup>2</sup> Er wordt relatief veel geïnvesteerd in computers. De prijzen van computers zijn gedaald. Dat verklaart voor een deel dat de gemiddelde prijs van investeringen minder is gestegen dan die van het BBP. Daardoor laat de reële investeringsquote een minder ongunstig beeld zien dan de nominale quote.

### Terugval na 2007

Het Centraal Planbureau heeft de terugval van de nominale investeringsquote in de Europese Unie geanalyseerd.<sup>3</sup> Het vergeleek de situatie in 2013, toen de quotes in veel landen hun dal bereikten, met de gemiddelde quotes in de periode vóór de crisis, de jaren 1995-2007. Uit de analyse blijkt dat de terugval in dezelfde mate is veroorzaakt door de afname bij de bedrijfsinvesteringen als door die bij de woninginvesteringen. Tezamen nemen beide categorieën zo'n 85% van de hele terugval voor hun rekening<sup>4</sup>.

Iets dergelijks vinden we ook wanneer we naar de eurozone kijken. Uit cijfers van Eurostat, het statistiekbureau van de Europese Unie, blijkt dat de daling van de quote in de periode 2008-2013<sup>5</sup> (zie tabel volgende blz.) voor bijna de helft kan worden verklaard uit de daling van de woninginvesteringen. Voor Nederland is dat zelfs meer dan twee derde.<sup>6</sup>

Als we kijken naar de *reële* investeringsquote dan blijkt de krimp van de woninginvesteringen een nog grotere rol te hebben gespeeld.

De tabel schetst een vrij ongunstig beeld. Inmiddels is dit wat verbeterd: in 2014-2015 zagen veel landen weer een toename van de investeringsquote.

<sup>3</sup> CPB, 'Investment in the OECD', CPB Communication, 2015 May 19. Anderen komen tot een vergelijkbare uitkomst: Bussière, M., L. Ferrara en J. Milovich, 'Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty', Banque de France Document de Travail no. 571, 2015.

<sup>4</sup> De rest kwam voor rekening van de gedaalde overheidsinvesteringen.

<sup>5</sup> In de meeste landen bereikte de investeringsquote in 2013 het dal.

<sup>6</sup> De eveneens gedaalde investeringen in gebouwen (niet woningen) namen in ons land 0,5%-pt van de daling van de investeringsquote excl. woningen (zie tabel) voor hun rekening. De investeringen in grond-, weg- en waterbouw namen in ons land echter nog toe.

## Terugval investeringen in veel landen

In % BBP

	Gem. '95-'07	2013	Verschil '13 - gem.'95-'07	
			totaal	excl. woningen
EU 28	21,5	19,3	-2,2	-1,3
Eurozone	22,0	19,6	-2,4	-1,3
België	21,8	22,1	0,3	0,0
Duitsland	21,3	19,8	-1,5	-1,1
Frankrijk	21,0	22,1	1,1	0,6
Italië	20,3	17,3	-3,0	-2,8
Nederland	21,8	17,9	-3,9	-1,2
Oostenrijk	24,5	22,5	-2,0	-1,1
VK	18,9	16,2	-2,7	-2,6
VS	22,0	19,1	-2,9	n.b.

Bron: Eurostat

### Was de daling van de quote opmerkelijk?

De investeringsquote in de eurozonelanden is dus gedaald. In enkele landen was die daling in de periode 2007/08 - 2013 zelfs fors. Deze lijkt echter goed te kunnen worden verklaard uit de forse terugval van de productie in die jaren. Dat lichten we toe.

Allereerst een opmerking bij de quotes van 2007. Deze lijken mede te zijn opgestuwd door 'over-investeringen' (denk onder andere aan investeringen in de bouwsector in sommige landen).<sup>7</sup> Mogelijk heeft de forse kredietgroei daarbij een rol gespeeld. In de jaren 2006-2008 liep de kredietgroei aan niet-financiële ondernemingen in de dubbele cijfers. Dit gold voor zowel de eurozone als Nederland. Dat zou kunnen betekenen dat de toenmalige hoogte van de

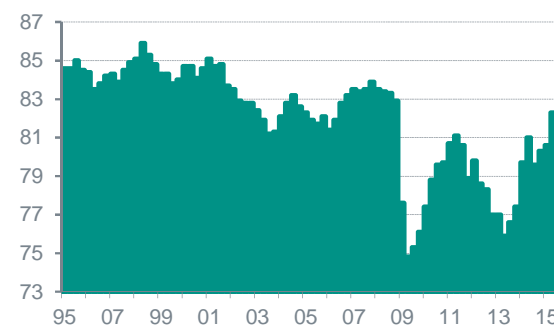
<sup>7</sup> European Commission, 'European Economic Forecast - Autumn 2014', European Economy 7, 2014.

investeringsquote geflatteerd was - en daarmee niet als een normaal niveau kan worden beschouwd.

Het is niet verrassend dat de investeringen sterk terugvallen bij een economische dip. Investeringen laten grote schommelingen zien: ze blijken relatief twee tot drie keer zo sterk te reageren als de productie.<sup>8</sup> De productiegroei was in de crisisjaren heel laag (kredietcrisis en daarna eurocrisis). Gemiddeld zagen we in de eurozone in de jaren 2008-2014 geen economische groei. In Nederland bijvoorbeeld bereikte het BBP pas in het voorjaar van 2015 weer het niveau van vlak vóór de crisis. Per saldo is de Nederlandse economie dus tussen het voorjaar van 2008 en dat van 2015 niet gegroeid, terwijl er onder 'normale' omstandigheden een groei van in totaal zo'n 11% zou zijn geweest.

### Bezettingsgraad tijdens crisis fors gedaald

In % van productiecapaciteit industrie Nederland



Bron: Thomson Reuters Datastream

<sup>8</sup> IMF, 'Private Investment: What's the Holdup?' in IMF World Economic Outlook, 2015

Bedrijven zijn minder geneigd te investeren als er nog sprake is van onderbenutting van de productiecapaciteit. Uiteraard spelen ook verwachtingen van ondernemers een rol. Als die verbeteren, kan dat een prikkel worden om te gaan investeren, ook als de benutting van de productiecapaciteit nog niet terug is op het oude niveau.

De conclusie van de eerder aangehaalde studies is dat de sterke daling van de investeringen niet uitzonderlijk is wanneer we kijken naar het historische verband tussen investeringen en productie.<sup>9</sup> Anders gezegd: de forse terugval van de investeringen weerspiegelt hoe zwaar de mondiale crisisperiode is geweest. Nu de economie echter herstelt, trekken ook de investeringen weer duidelijk aan.

Ook voor Nederland spoort de sterke daling van de investeringen vrij goed met de forse terugval van de productie, stelt het IMF.<sup>10</sup> Het deel van de terugval dat daardoor niet wordt verklaard, is vooral toe te schrijven aan financiële belemmeringen en de onzekerheid ten aanzien van beleid. Dat geldt ook voor andere landen in de eurozone.

De investeringsniveaus laten een langzaam herstel zien omdat ook de productie vrij langzaam is aangetrokken. Dat trage productieherstel is een

<sup>9</sup> Zie voetnoten 3 en 8, en EC, 'Investment dynamics in the euro area since the crisis', in Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 14 No 1 (2015). Volgens deze studie van de Europese Commissie was de feitelijke daling van de investeringen weliswaar groter dan wat op basis van de terugval van de bedrijvigheid kon worden verwacht, maar dat kwam vooral door de forse correctie bij de woninginvesteringen.

<sup>10</sup> Modelberekeningen (achteraf, op basis van de feitelijke productiecijfers) leveren uitkomsten voor de investeringen op die weinig afwijken van de feitelijke uitkomsten. (Bron: zie voetnoot 6.)

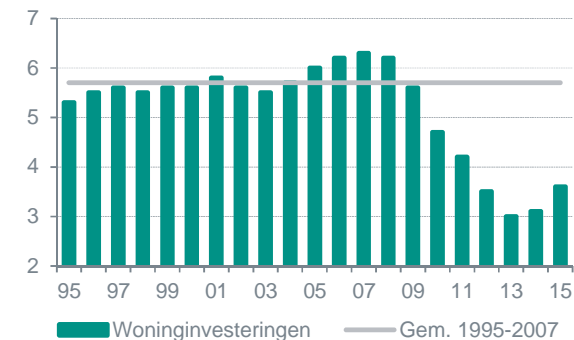
erfenis van de crisis. Gezinnen, bedrijven en overheden hadden teveel schulden gekregen. Gepoogd is daarom die schulden te verminderen. Het op orde brengen van de financiën door gezins-huishoudens had tot gevolg dat de bestedingen en daardoor de productie onder druk stonden. Dat zorgde tevens voor druk op de huizenmarkt. Verder was de onzekerheid groter dan normaal. Dat maakte bedrijven terughoudender om te investeren, en gezinshuishoudens om een huis te kopen.

### Is Nederland achtergebleven?

In Nederland is de investeringsquote in de vijf jaar na het begin van de crisis flink meer gedaald dan in de eurozone - vergeleken met de gemiddelde quotes in 1995-'07. Deze daling zat echter vooral bij de woning-investeringen, die enorm zijn ingezakt (zie tabel op vorige blz.). In de jaren vóór de crisis waren de woninginvesteringen sterk toegenomen. Zeker achteraf gezien, konden we vraagtekens plaatsen bij de houdbaarheid van deze stijging.

### Investeringsquote woningen Nederland

% BBP

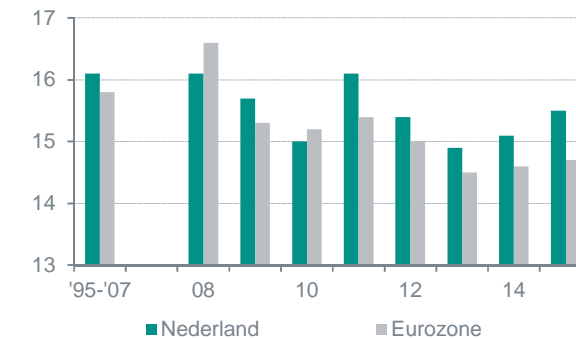


Bron: Eurostat

De investeringsquote *zonder* investeringen in woningen<sup>11</sup> was in 2013 in Nederland echter een fractie minder gedaald dan die in de eurozone. (Zie genoemde tabel en ook onderstaande grafiek.) Dat was de stand van zaken in 2013, toen de investeringsquote in ons land zijn laagste niveau bereikte. Daarna zette herstel in. In 2014 en 2015 is het 'gat', het verschil met de gemiddelde quote van 1995-2007, weer afgenomen.

### Investeringsquote exclusief woningen

% BBP



Bron: Eurostat

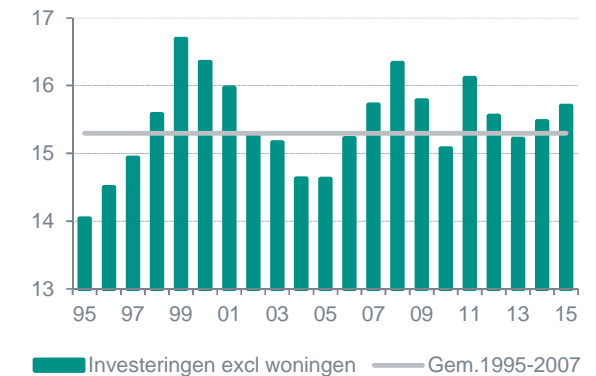
De naar verhouding gunstiger ontwikkeling van de reële quote heeft mogelijk te maken met investeringen in ICT. We wijzen al op de prijsdaling van computers. Volgens cijfers van Eurostat zijn de ICT-investeringen in Nederland in volume sterker toegenomen dan in de eurozone als geheel. De prijzen van deze investeringsgoederen zijn in Nederland echter meer gedaald dan elders. Dat verklaart mede dat het verschil in ontwikkeling tussen de nominale en de reële quote in Nederland groter is dan in de eurozone.

<sup>11</sup> De quote exclusief woninginvesteringen zegt meer over het toekomstige productievermogen dan de totale quote.

Opnieuw laat de *reële* quote een minder negatief beeld zien, zoals ook blijkt uit onderstaande grafiek.<sup>12</sup>

### Reële investeringsquote exclusief woningen

% BBP – Nederland



Bron: Eurostat

### Samengevat

Al met al lag de (totale) investeringsquote in Nederland in 2015<sup>13</sup> nog altijd duidelijk onder het gemiddelde van 1995-2007 (zie eerste grafiek blz. 2). Bovendien was dit sterker het geval dan in de eurozone. Wel is het verlies meer ingelopen dan in de eurozone. Dat komt door het economisch herstel in ons land in 2014-'15. Het zal naar verwachting echter nog een aantal jaren duren voordat de quote terug is op het gemiddelde niveau van 1995-2007.

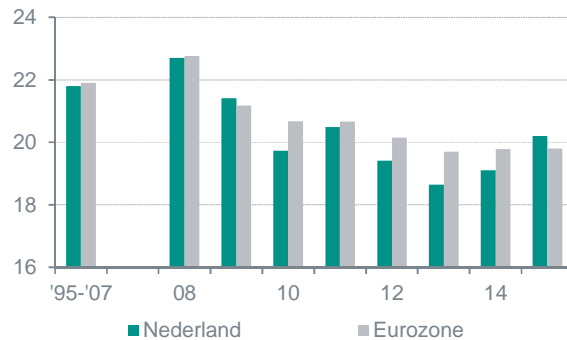
<sup>12</sup> Eenzelfde beeld zien we bij de bedrijfsinvesteringen: de investeringen zonder die in woningen én ook zonder die van de overheid.

<sup>13</sup> Zie nogmaals voetnoot 1.

In *reële* termen echter blijkt Nederland het beter te doen dan de eurozone (zie onderstaande grafiek). Maar ook hier liggen de quotes nog onder het gemiddelde van 1995-2007

### Investeringsquote in reële termen

Investeringsquote in % BBP – beide in constant prijsniveau



Bron: Eurostat

Exclusief woninginvesteringen is het beeld minder ongunstig. Maar wederom was de nominale quote in 2015 nog altijd wat lager dan het gemiddelde in 1995-2007. Wel doet Nederland het hier beter dan de eurozone. In *reële* termen, ten slotte, is het beeld ook hier beter.

### Optimaal niveau van de investeringsquote?

Het kan dus nog een aantal jaren duren voordat de investeringsquotes in Nederland en diverse andere landen<sup>14</sup> terug zijn bij de gemiddelden van 1995-2007.

Het is echter niet gezegd dat dit gemiddelde het 'juiste' of optimale niveau van de investeringsquote zou zijn. Hoewel dit aspect buiten het bestek van dit artikel valt, gaan we er toch kort even op in.

De zogeheten 'potentiële' economische groei is nu lager dan vóór de economisch crisis. Dat heeft onder meer te maken met de vergrijzing. De groei-vooruitzichten voor de middellange termijn zijn dus lager dan voorheen. Dat drukt de investerings-behoefte. In een *Policy Brief* van het Centre for European Policy Studies<sup>15</sup> wordt erop gewezen dat we vanwege de lagere potentiële groei toe kunnen met een lagere investeringsquote.

Maar willen we genoeg nemen met een lagere potentiële economische groei? We zien immers dat steeds minder werkenden de stijgende lasten van de vergrijzing moeten dragen? Door méér economische groei kunnen we deze lasten beter dragen. En kan ook de welvaart per hoofd van de bevolking verder worden verhoogd - als we dat zouden willen.

<sup>14</sup> Het beeld voor België is opmerkelijk beter. Daar zijn de quotes niet of slechts licht gedaald, waardoor ze nu al boven het gemiddelde van 1995-'07 liggen.

<sup>15</sup> Anders gezegd: bij een lagere potentiële groei is een lagere investeringsquote nodig om de verhouding tussen de omvang van de kapitaalgoederenvoorraad in een land en de omvang van de productie constant te houden. Gros D., 'Investment as the key to recovery in the euro area?', CEPS Policy Brief No. 326 (2014).

Ook plaatst Gros een kanttekening bij het hoge investeringsniveau dat we zagen vóór de crisis van 2008: de ervaring is dat 'overinvesteringen' in bepaalde sectoren (bijv. woningen) weinig bijdragen aan de economische groei op langere termijn.

De potentiële groei van de economie is afhankelijk van de (extra) hoeveelheid arbeidskrachten en kapitaal (machines, computers enz.) die worden ingezet, en ook van de zogeheten 'multifactor-productiviteit'<sup>16</sup>.

Door de vergrijzing is het moeilijk meer mensen aan het werk krijgen. De pensioenleeftijd is inmiddels al verhoogd en zal in de toekomst waarschijnlijk verder omhoog gaan. Meer uren per week werken, is ook een mogelijkheid, maar veel rek lijkt daar evenmin te zijn.

Om de potentiële groei naar een hoger pad te brengen, moeten we dus vooral kijken naar de beide andere factoren. Om de multifactorproductiviteit te verhogen zijn onder meer kennis, innovatie en onderwijs van belang. En ook de investeringen moeten waarschijnlijk gericht extra omhoog om het nationale productievermogen te vergroten.

<sup>16</sup> Het gaat hier om het deel van de productiegroei dat niet door de groei van de (extra) ingezette hoeveelheid arbeid en kapitaal kan worden verklaard. Denk bijvoorbeeld aan de effecten van technologische vooruitgang, aan schaalvoordelen, een slimmere organisatie van het productieproces.

## Economisch Bureau | Nederland

### Macro & Sectoren

#### Contactgegevens ABN AMRO | Economisch Bureau | Nederland:

	Aandachtsgebied	Telefoonnummer:	E-mailadres:
Jacques van de Wal (hoofd)	Algemeen	020 628 0499	jacques.van.de.wal@nl.abnamro.com
Eric Huliselan	Zakelijke dienstverlening	020 628 2138	eric.huliselan@nl.abnamro.com
Casper Burgering	Industrie (w.o. industriële metalen)	020 383 2693	casper.burgering@nl.abnamro.com
Nadia Menkveld	Transport & logistiek	020 628 6441	nadia.menkveld@nl.abnamro.com
Frank Rijkers	Food, agribusiness &, agri-grondstoffen	020 628 6437	frank.rijkers@nl.abnamro.com
Sonny Duijn	Detailhandel, horeca, recreatie, sport & cultuur	020 343 6535	sonny.duijn@nl.abnamro.com
Hans van Cleef	Energie	020 343 4679	hans.van.cleef@nl.abnamro.com
Madeline Buijs	Bouw & onroerend goed	020-383 8201	madeline.buijs@nl.abnamro.com
Theo de Kort	Informatieanalist, autohandel	020 628 0489	theo.de.kort@nl.abnamro.com
Philip Bokeloh	Macro, woningmarkt	020 383 2657	philip.bokeloh@nl.abnamro.com
Nico Klene	Macro	020 628 4204	nico.klene@nl.abnamro.com

#### Disclaimer

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie en sectoren. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatie manager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden.

© ABN AMRO, 2016