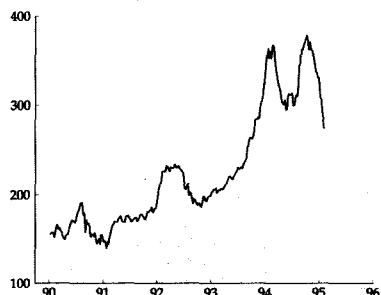


## Amerikaans beleggingskapitaal op de terugtocht

Op 20 december 1994 besloot de Mexicaanse regering om de koppeling van de peso met de Amerikaanse dollar te verbreken. De daaropvolgende depreciatie van de Mexicaanse peso met veertig procent ten opzichte van de dollar heeft, door de omvangrijke kapitaalstromen die op gang kwamen, geleid tot problemen op de financiële markten. Niet alleen in Mexico en elders in Zuid-Amerika zijn de beurzen meegezogen in het ontstane negatieve sentiment, ook de aandelenmarkten in Zuidoost-Azië hebben flinke koersdalingen ondergaan als gevolg van een vlucht van beleggingskapitaal naar veiliger geachte markten. De IFC Composite Investable Index, een samengestelde index van de aandelenindices van zogenoemde opkomende landen in met name Azië en Latijns-Amerika, daalde in de drie weken na 20 december 1994 met 14%. Ook de markten in de periferie van Europa en in Canada hebben geleden onder de wereldwijde tendens van risicomijding. Het renteverval tussen langlopende obligaties in Zweden, Italië en Spanje en Duitse langlopende leningen nam, in

**Figuur 1. IFC Emerging markets index**



de periode waarin de peso in waarde daalde, toe met tussen de tien en vijftig basispunten. De spread tussen tienjarige Canadese en Amerikaanse obligaties steeg met twintig basispunten.

### Dominante invloed beleggingsfondsen VS

Inmiddels hebben de koersen op de belangrijkste aandelenbeurzen van Midden- en Zuid-Amerika zich gestabiliseerd en is het nadelige renteverval tussen de perifere landen van Europa en Duitsland weer enigszins afgenomen. Het is echter twijfelachtig of het vertrouwen van buitenlandse beleggers in de zogenoemde opkomende landen alsmede in de OESO-landen met hoge schulden, op korte termijn zal terugkomen. Daarvoor heeft de waardedaling van de Mexicaanse munt beleggers te nadrukkelijk gewezen op de risico's die samenhangen met chronische tekorten op de lopende rekening en uit het lood geslagen overheidsfinancien.

Voor de verdere ontwikkeling van de aandelen- en obligatiekoersen in deze landen is het gedrag van Amerikaanse beleggingsfondsen, gezien het aandeel van de VS in de internationale kapitaalstromen, van groot belang. In 1993 bedroeg de totale uitvoer van Amerikaans beleggingskapitaal \$ 131,5 mrd, veel meer dan de \$ 79,3 mrd die Japan, Duitsland en Frankrijk in dat jaar gezamenlijk in buitenlandse aandelen en obligaties belegden.

Cijfers over de ontwikkeling van het internationale kapitaalverkeer indiceren dat de Verenigde Staten op het punt staan om, voor het eerst sinds twee jaar, weer per saldo lang kapitaal te importeren. Een ontwikkeling die met name wordt veroorzaakt door afnemende uitvoer van beleggingskapitaal. Volgens effectenhuis Brown Brothers Harriman & Co. zouden Amerikaanse beleggers in het derde kwartaal van 1994 nog maar voor een bedrag van \$ 5,3 mrd in buitenlandse aandelen en obligaties hebben belegd terwijl dit een jaar eerder nog \$ 40,8 mrd was.

Net zoals de uitvoer van Amerikaans beleggingskapitaal een belangrijke factor is achter koersstijgingen op de internationale financiële markten, is een geringere uitvoer van Amerikaans beleggingskapitaal een factor

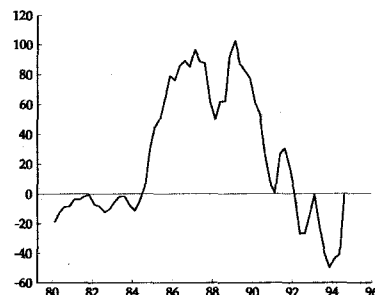
De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

achter koersdalingen. In de praktijk blijkt hier zelfs sprake te zijn van een opmerkelijk directe relatie. Zo waren het in 1993 met name Europese markten die sterk profiteerden van een instroom van Amerikaans kapitaal. In 1993 ging maar liefst 65% van het door Amerikanen uitgevoerde beleggingskapitaal richting Europa. In 1994 ondervonden de Europese financiële markten daar de gevolgen van. Ingegeven door de renteverhogingen van de Fed ontstond bij Amerikaanse beleggers een negatief sentiment ten aanzien van obligatiebeleggingen waardoor de instroom van Amerikaanse beleggingen naar Europa stakte en zelfs omsloeg in een uitstroom. Het gevolg was een daling van aandelen- en obligatiekoersen welke groter was dan die in de Verenigde Staten. In 1994 ging meer dan de helft, en in het tweede kwartaal van 1994 alleen zelfs meer dan 75%, van het Amerikaanse beleggingskapitaal richting Latijns-Amerika en Zuidoost-Azië. Inmiddels is, in de laatste weken van 1994 en de eerste weken van dit jaar, duidelijk geworden wat daarvan de gevolgen zijn geweest.

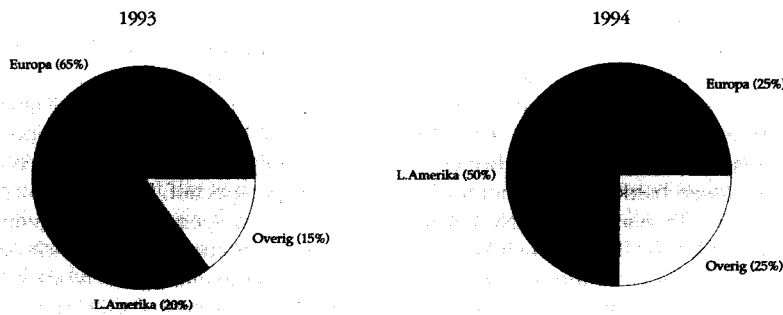
### Beleggingsfondsen zien middelen afvloeien

Het is niet uit te sluiten dat in het verdere verloop van 1995 repatriëring van Amerikaans beleggingskapitaal een belangrijke koersbepalende fac-

**Figuur 2. Saldo lang kapitaalverkeer VS (4-kw. totaal in \$ mrd)**



**Figuur 3. Uitstroom beleggingskapitaal VS naar regio**



Bron: Natwest Markets, *Global Investment Strategy*, 1995, eerste kwartaal.

tor zal blijken te zijn op de internationale financiële markten. Sinds begin jaren negentig is er in Amerika veel spaargeld omgezet naar beleggingsfondsen. Bij die ontwikkeling heeft het in die jaren lage renteniveau van om en nabij de drie procent een belangrijke rol gespeeld. De turbulentie op de financiële markten van het afgelopen jaar hebben de Amerikaanse spaarder/belegger nog eens nadrukkelijk gewezen op de koersrisico's die hij loopt met zijn vlucht in beleggingsfondsen. Bijna een jaar geleden waarschuwde Henry Kaufman<sup>1</sup>, die als econoom bij effectenhuis Salomon Brothers in de jaren zeventig grote bekendheid verwierf met zijn waarschuwingen voor scherpe rentestijgingen, al voor het risico dat beleggingsfondsen te maken zouden kunnen krijgen met enorme redemptions (aanbod van eigen aandelen) wanneer die nieuwe particuliere belegger zich zou gaan realiseren welke risico's hij zich op de hals heeft ge-

haald. Beleggingsfondsen zouden dan tot gedwongen verkopen over moeten gaan. Sinds het moment dat de Fed in februari 1994 de korte rente begon te verhogen is het sentiment bij het Amerikaanse publiek ten aanzien van beleggingsfondsen verslechterd. Vanaf dat moment zijn de internationaal beleggende obligatiefondsen nagenoeg elke maand geconfronteerd met aanbod van eigen aandelen. Het sentiment ten aanzien van beleggingsfondsen in het algemeen lijkt de laatste tijd verder te zijn ondermijnd door negatieve publiciteit omtrent rekenfouten bij het Amerikaanse Fidelity beleggingsfonds en het faillissement van Orange County in de Amerikaanse staat Florida. Mede hierdoor is vorig jaar ook de toestroom van nieuw geld naar de aandelenfondsen gestaag afgenomen. In november 1994 (meer recente cijfers zijn er niet) was er bij alle Amerikaanse beleggingsfondsen (obligaties en aandelen) te zamen, voor het eerst in zes jaar tijd, zelfs sprake van per saldo inkoop van eigen aandelen. Dergelijke redemptions vormen niet alleen een belemmering voor uitbreiding van nieuwe buitenlandse beleggingen maar kunnen ook leiden tot verkoop van buitenlandse belangen.

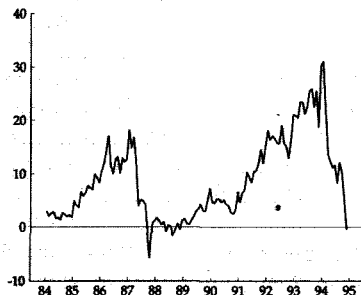
**Conclusie**

Naar verwachting zullen de gebleken koersrisico's en verder stijgende korte-rentetarieven in de VS leiden tot een heroriëntatie van het beleggingsbeleid van Amerikaanse beleggingsfondsen. Financiële markten maken hierbij geen verschil of een land kan worden ingedeeld in de

categorie ontwikkelingslanden dan wel in de groep van geïndustrialiseerde landen. Financiële markten maken wel onderscheid tussen landen waar sprake is van een gezond macro-economisch en budgettair beleid en waar niet. Landen met structurele tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans, geringe besparingen en zwakke overheidsfinanciën zijn het meest kwetsbaar en lopen het grootste risico om bij beleggers uit de gratie te raken. Binnenlandse politieke strubbelingen, die bij beleggers twijfels kunnen oproepen omtrent de benodigde daadkracht voor het nemen van corrigerende maatregelen kunnen hierbij als katalysator optreden.

**Maarten Leen**

**Figuur 4. Netto plaatsingen bij beleggingsfondsen in de VS, \$ mrd**



1. Zie bij voorbeeld *International Herald Tribune*, 21 maart 1991.