

# Aspecten van de Nederlandse betalingsbalans (III)

## De verkopen van obligaties aan het buitenland

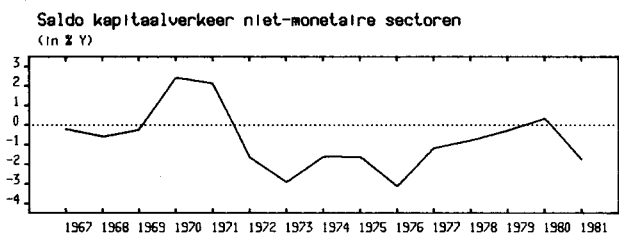
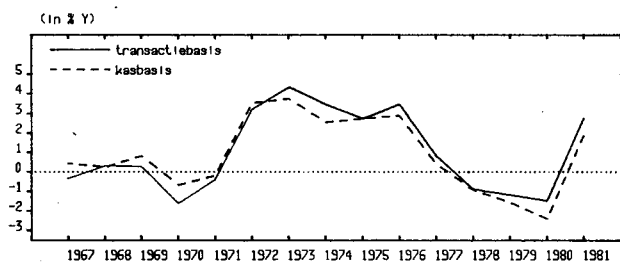
DR. M. VAN NIEUWKERK — DRS. N. P. DRIESRONG —  
DRS. A. C. J. STOKMAN\*

In dit derde en laatste artikel over de Nederlandse betalingsbalans wordt het kapitaalverkeer onder de loep genomen. In de eerste plaats wordt getracht vast te stellen in hoeverre het lopende verkeer en het niet-monetaire kapitaalverkeer elkaar kunnen compenseren. In het bijzonder gaat daarbij de aandacht uit naar het obligatieverkeer, aangezien juist dit verkeer in het verleden een belangrijke accommoderende rol blijkt te hebben vervuld. Nadat globaal de drijvende krachten achter dit obligatieverkeer geduid en gekwantificeerd zijn, wordt meer in het bijzonder ingegaan op de buitenlandse belangstelling voor overheidsobligaties.

### 1. Lopende rekening versus kapitaalrekening

Het lopende verkeer en het niet-monetaire kapitaalverkeer zijn in belangrijke mate elkaars spiegelbeeld. Tegenover een overschot in de lopende sfeer en een dienovereenkomstige liquiditeitsstoevloeiing uit het buitenland, staat in het algemeen een afvloeiing van middelen in het kapitaalverkeer — en vice versa bij een tekort in het lopende verkeer (zie figuur 1).

Figuur 1.  
Saldo lopende rekening



Voordat dit met communicerende vaten vergelijkbare mechanisme hier wordt uiteengezet, zij eerst gememoreerd dat het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans per definitie gelijk is aan het nationale financieringssaldo (of nationale besparingssaldo), d.w.z. gelijk aan het verschil tussen de nationale besparingen en de nationale investeringen. Wordt dit nationale saldo gesplitst in het saldo van de particuliere sector en dat van de overheid, dan blijkt dat de omslag van de lopende rekening in 1981 geheel parallel loopt met een forse stijging van het financieringsoverschot van de particuliere sector (zie tabel 1).

De stijging van het financieringsoverschot van de particuliere sector met 5% van het nationale inkomen hield vrijwel geheel

Tabel 1. Financieringssaldo's op transactiebasis, in procenten van het nationale inkomen

	1980	1981	Mutatie
<b>Particuliere sector</b>			
1. besparingen .....	15,6	16,2	0,6
2. investeringen .....	10,1	5,6	- 4,5
3. financieringssaldo (1 - 2) .....	5,5	10,6	5,1
<b>Overheid</b>			
4. besparingen .....	- 4,2	- 4,2	0,0
5. investeringen .....	2,9	2,7	- 0,2
6. financieringssaldo .....	- 7,1	- 6,9	0,2
<b>Particuliere sector en overheid</b>			
7. nationale besparingen (1 + 4) .....	11,4	12,0	0,6
8. nationale investeringen (2 + 5) .....	13,0	8,3	- 4,7
9. saldo lopende rekening op transactiebasis (3 + 6) .....	- 1,6	3,7	5,3

Bron: CEP 1982, Bijlage A2; de door de overheid verstrekte vermogensoverdrachten om-niet en kredieten zijn geheel toegerekend aan de besparingen van de particuliere sector, de overheidsbesparingen zijn met deze bedragen verminderd.

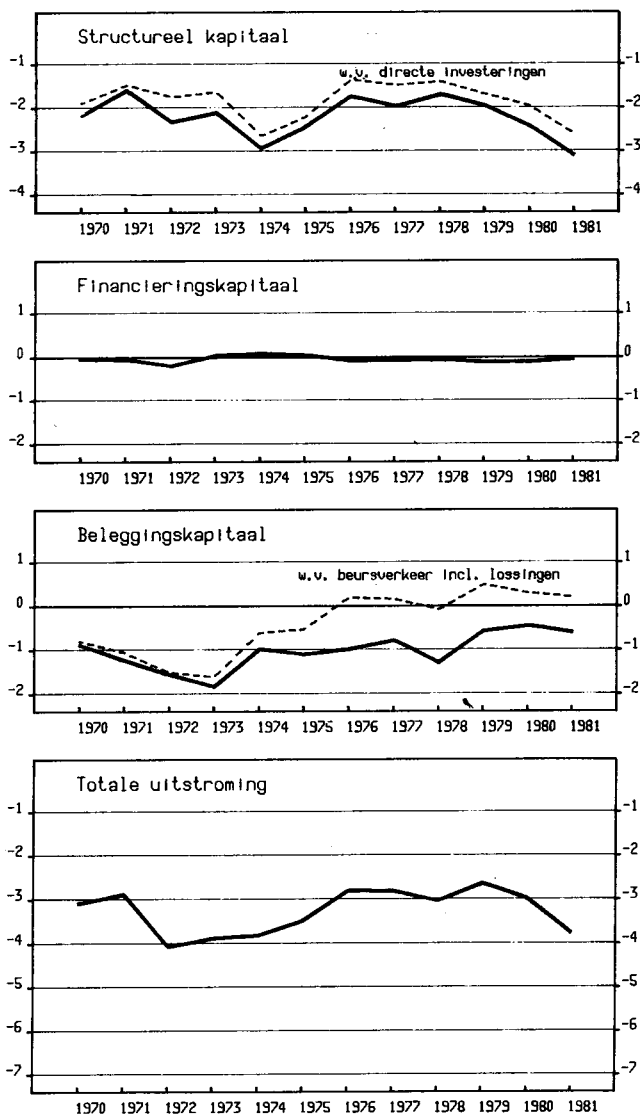
verband met de teruglopende investeringsquote, terwijl de spaarquote met ruim een half punt opliep. In dit verband is het huidige overschot op de lopende rekening ook wel het overschot van de armoede genoemd. Een gat in de schatkist is dan inderdaad géén gat in de betalingsbalans 1).

De slechte gang van zaken in onze volkshuishouding leidde ertoe dat de kapitaalvraag op de binnenlandse kapitaalmarkt van de particuliere sector verminderde. Ook voor de vraag naar kapitaal uit het buitenland was dit het geval. Daartegenover bleef het aanbod van kapitaal (besparingen) op peil. Dit aanbod kwam hetzij in de plaats van het aanbod van buitenlands kapitaal of zocht zijn weg naar buitenlandse vragers. Bij deze vraag- en aanbodafstemming speelt het rentemechanisme uiteraard een belangrijke intermediaire rol. Zo kon mede als gevolg van het adequaat inspelen van het geld- en valutamarktbeleid van De Nederlandsche Bank op de overschotsituatie niet alleen een absolute, maar ten opzichte van vele landen ook een relatieve daling van de binnenlandse rente worden gerealiseerd. Niet alle categorieën van het niet-monetaire kapitaalverkeer komen echter in gelijke mate voor de aanpassingsrol in aanmerking.

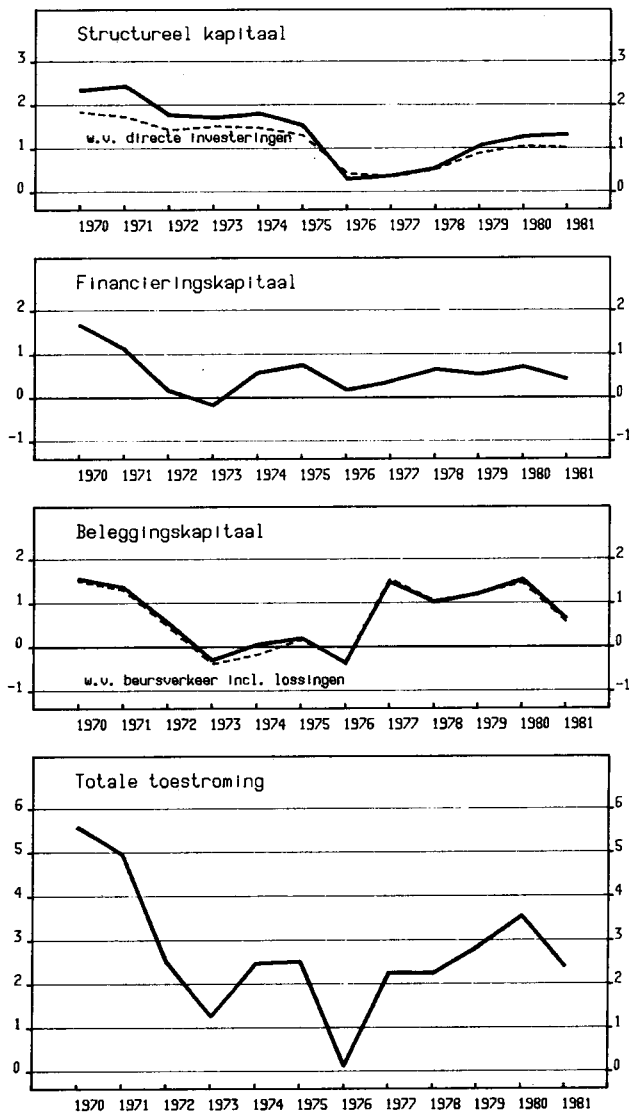
\* De auteurs zijn werkzaam bij De Nederlandsche Bank; zij schreven dit artikel op persoonlijke titel. Dank gaat uit naar de heren C. J. D. de Boer en G. W. J. van Nieuwenhuizen voor statistische assistentie.  
1) Vgl. K. Caljé, *NRC Handelsblad*, 1 april 1982.

Figuur 2. Lang particulier kapitaalverkeer; (jaarcijfers in % van het nationaal inkomen)

Nederlands kapitaal



Buitenlands kapitaal



2. Categorieën kapitaalverkeer

Ter zake van de vraag welke rol het kapitaalverkeer kan spelen bij de overbrugging van betalingsbalansoverschotten en -tekorten, maakte de toenmalige president van De Nederlandsche Bank, dr. Holtrop, in zijn verslag over 1959 een onderscheid tussen het *structurele* en het *incidentele* kapitaalverkeer. Hij definieerde de structurele kapitaalexport van een land als „de kapitaalexport en buitenlandse hulpverlening waartoe een land zich uit hoofde van zijn welvaart verplicht acht, of waartoe zijn commerciële of politieke belangen het nopen”. Dit structurele kapitaalverkeer beschouwd hij als een gegeven voor de betalingsbalans — en niet een sluitpost c.q. een aanpassingspost. Het structurele verkeer omvat als zodanig de volgende elementen: eenzijdige overdrachten (ontwikkelingshulp), directe investeringen, langlopende handelskredieten en overheidskapitaal.

Aan het incidentele kapitaalverkeer werd veel meer een accommoderend, dan wel een reactief karakter toegekend. Binnen dit verkeer is in de loop der tijd een verder onderscheid gemaakt naar *beleggingskapitaal* en *financieringskapitaal*. Het beleggingskapitaal sluit in beginsel aan bij de op de *binnenlandse* kapitaalmarkt herkenbare kapitaalstromen en omvat uit dien hoofde: het grensoverschrijdend kapitaalverkeer via binnen- en buitenlandse effectenbeurzen (beursverkeer), de op de Nederlandse kapitaalmarkt tot stand gekomen onderhandse en hypothecaire leningen, alsmede de onroerend-goedtransacties. Het resterende (lange) kapitaal werd *financieringskapitaal* genoemd en dit omvat onder andere: ontvangen eenzijdige overdrachten,

langlopende financieringskredieten en plaatsingen van schuldletters en effecten door ingezetenen in het buitenland 2).

Bij de afbakening van deze categorieën is het korte particuliere kapitaalverkeer met inbegrip van niet-geregistreerd kort handelskrediet buiten beschouwing gebleven; vanwege het sterk fluctuerende karakter is het moeilijk onder te brengen in een van de categorieën, terwijl het bovendien qua omvang — gemiddeld genomen minder dan 0,5% van het nationale inkomen — van veel minder betekenis is dan het lange kapitaalverkeer. Dit laatste geldt in het algemeen ook voor het overheidskapitaal zodat wij ons verder concentreren op het lange particuliere kapitaalverkeer.

Het relatieve belang van de diverse categorieën lang particulier kapitaalverkeer is in figuur 2 weergegeven voor de periode 1970–1981. Daarbij is een onderscheid gemaakt tussen kapitaal uit Nederlandse en uit buitenlandse bron.

Qua omvang blijken het structurele kapitaal en het beleggingskapitaal de belangrijkste categorieën te zijn. Het structurele Nederlandse kapitaal leidde in de beschouwde periode tot een uitstroming van gemiddeld circa 2,5% van het nationale inkomen per jaar. Hiertegenover stond een belangrijke — doch in omvang afnemende — instroming van buitenlands structureel kapitaal; in recente jaren ging het om ruim 1%, tegen meer dan 2% van het nationale inkomen in 1970 en 1971. Directe investeringen vormden de hoofdmoot van beide structurele kapitaalcategorieën (zie vorig artikel over directe investeringen).

2) Vergelijk tabel 6.6 van het jaarverslag DNB 1981.

(vervolg op pag. 1280)

Het Nederlandse beleggingskapitaal leidde in het begin van de jaren zeventig tot een belangrijke uitstroming. Vooral na 1978 viel deze uitvoer echter sterk terug. Ongeveer terzelfder tijd gaf de toevoer van buitenlands beleggingskapitaal juist een sterke toename te zien, vooral door sterk opgelopen (beurs-)verkopen van Nederlandse obligaties aan het buitenland.

Ten einde de verschillende categorieën kapitaalverkeer nader op hun accommoderende karakter te beoordelen, zijn in eerste instantie eenvoudige directe regressies tussen deze categorieën en de lopende rekening uitgevoerd. Uitgangspunt is dat het accommoderende gedrag van een bepaalde categorie kapitaalverkeer vollediger zal zijn naarmate:

- de correlatiecoëfficiënt tussen de desbetreffende categorie kapitaalverkeer (CKV) en het lopende verkeer (LV) hoger is;
- de regressiecoëfficiënt  $a$  in de relatie  $CKV = a \cdot LV + b$  dichter in de buurt van één ligt;
- de constante term  $b$  in deze relatie dichter in de buurt van nul ligt.

Tabel 2 geeft een overzicht van de uitkomsten, betrekking hebbend op de jaren 1970–1981.

Tabel 2. Accomoderend karakter van diverse onderdelen kapitaalverkeer

	Correlatiecoëfficiënt	Regressiecoëfficiënt	Constante term
<b>Nederlands kapitaal</b>			
— structureel kapitaal	- 0,38	- 0,08	- 2,10
— financieringskapitaal	0,34	0,01	- 0,06
— beleggingskapitaal	- 0,50	- 0,09	- 0,91
(w.v. beursverkeer obligaties)	(- 0,55)	(- 0,03)	(- 0,09)
— totaal	- 0,71	- 0,16	- 3,10
<b>Buitenlands kapitaal</b>			
— structureel kapitaal	- 0,04	- 0,01	1,4
— financieringskapitaal	- 0,70	- 0,15	- 0,8
— beleggingskapitaal	- 0,90	- 0,28	1,1
(w.v. beursverkeer obligaties)	(- 0,88)	(- 0,34)	(1,2)
— totaal	- 0,69	- 0,44	3,3

Uit tabel 2 blijkt dat het in de eerste plaats het buitenlandse beleggingskapitaal is geweest dat in de afgelopen jaren een belangrijke „reactieve” rol heeft gespeeld ten opzichte van de lopende rekening. Ook het buitenlandse financieringskapitaal komt op dit punt goed uit de bus. Daarentegen lijkt het Nederlandse kapitaal veel minder een reactieve functie vervuld te hebben, ook niet in zijn totaliteit. Eén en ander illustreert de dominante rol die het structurele kapitaal bij het kapitaal uit Nederlandse bron speelt.

Aan de reactieve rol van met name het buitenlandse beleggingskapitaal zal nu verder aandacht worden besteed.

### 3. Het beleggingskapitaal uit het buitenland

Het buitenlandse beleggingskapitaal leidde in de periode 1977–1980, waarin zich grote betalingsbalanstekorten voordeden, tot een toestroming van buitenlandse middelen van gemiddeld f. 3,7 mrd. per jaar; in 1980 was dit zelfs f. 4,7 mrd. Daarentegen was de toestroming van het buitenlandse beleggingskapitaal in 1981 — waarin zich een overschot op de lopende rekening had voorgedaan — teruggelopen tot f. 2 mrd.

Tabel 3. Toegestroomd buitenlands beleggingskapitaal naar bestemming, in mrd. gld.

	1980	1981	Mutatie
Beursverkeer Nederlandse aandelen	1,0	0,5	- 0,5
Beursverkeer Nederlandse obligaties	4,8	3,1	- 1,7
Aflossingen van Nederlandse obligaties	- 1,3	- 1,8	- 0,5
Onderhandse en hypothecaire leningen	0,2	0,1	- 0,1
Verkoop van Nederlands omroepend goed	0,0	0,1	0,1
Totale toestroming	4,7	2,0	- 2,7

Bron: DNB, Verslag over het jaar 1981, tabel 6.6, rubriek 3 (2).

Uit tabel 3 blijkt dat de belangrijkste reden van de geringere toestroming was dat veel minder Nederlandse obligaties aan het buitenland verkocht werden. Ging het in 1980 nog om een bedrag van bijna f. 5 mrd., in 1981 waren deze verkopen via de beurs gedaald tot f. 3 mrd. Voorts blijken, vanwege de in het verleden sterk opgelopen obligatieverkopen, de aflossingen op deze schulden steeds hogere bedragen te vergen. In 1981 stegen deze met f. 0,5 mrd. tot tegen de f. 2 mrd; uiteraard zijn deze aflossingen t.o.v. de lopende rekening in beginsel autonoom — d.w.z. niet-reactief — van karakter.

Omdat het obligatieverkeer zo'n belangrijke rol speelt bij de accommodering van de lopende rekening van de betalingsbalans, zullen met name de determinanten voor dit verkeer gekwantificeerd worden. Als verklarende factoren komen in aanmerking:

1. *de kapitaalbehoefte.* Duidelijk is dat als deze behoefte groter is, het aanbod van nieuwe schuldtitels pro tanto toeneemt. De behoefte kan worden gemeten aan de emissie-activiteit van overheid en bedrijfsleven op de binnenlandse kapitaalmarkt. De communicerende-vatenrelatie tussen lopende rekening en kapitaalrekening kan in deze factor bij uitstek naar voren komen. Zo bleek in 1981 door de slechte gang van zaken in de particuliere sector niet alleen de goederen invoerbehoefte van deze sector gering — zodat een overschot op de lopende rekening kon ontstaan — maar ook daalde de emissie-activiteit van deze sector. Het beroep op buitenlandse middelen door de particuliere sector liep daarmee terug. Anderzijds liep het financieringstekort van de overheid verder op, zodat de overheid juist een groter beroep deed op buitenlandse middelen;
2. *de internationale rentever verschillen.* De rentecondities vormen een belangrijk aspect van het beleggingsgedrag, naast factoren als diversificatie en risicospreiding. Bij de rentever verschillen is met name gekeken naar het rentever verschil met de Verenigde Staten. Juist van dit verschil is immers in de afgelopen tijd een enorme aantrekkingskracht uitgegaan op het internationale beleggingskapitaal 3);
3. *de verwachtingen met betrekking tot de wisselkoers.* De aantrekkelijkheid van dollarbeleggingen werd ook gevoed door de ontwikkeling van de dollarkoers. De vrijwel ononderbroken stijging van deze koers ten opzichte van de meeste andere valuta in de afgelopen tijd sloot de verwachting van een verdere stijging in. Naast een aantrekkelijke rente bestond er dus ook een gerede kans op koerswinst;
4. *de verwachtingen met betrekking tot de bouwsector en de onroerend-goedsector (pandbrieven).* De slechte gang van zaken in deze sectoren had ook consequenties voor de beleggingsvoorkeur van buitenlandse beleggers. Niet alleen kwam daarvoor de gebruikelijke beleggingsstroom naar deze sectoren nagenoeg droog te liggen (stroomeffect), ook deed zich duidelijk een herschikking van portefeuilles voor, waarbij vermoedelijk vooral pandbrieven werden terugverkocht naar Nederland.

De navolgende vergelijkingen geven de regressie-uitkomsten m.b.t. de diverse determinanten van de obligatieverkopen (excl. lossingen), waarbij zoveel mogelijk uitgegaan is van een uniforme specificatie.

3) Zoals bekend komt meer dan de helft van het obligatiekapitaal uit Zwitserland, een verzamelpunt van internationaal beleggingskapitaal. Zie M. van Nieuwkerk, De financiering van het betalingsbalanstekort, in: *Zoeklicht op beleid*, Stenfert Kroese, 1981, blz. 259.

$$SO = 0,08EO + 30,80RV_{-1} - 3,73DL_{-1} + 97,96CP + 130,38HD + 0,26SO_{-1} + 6,8 \quad (\bar{R}^2 = 0,75, DW = 2,32)$$

(4,5)      (2,0)      (1,1)      (3,9)      (3,6)      (2,2)      (0,4)

$$SP = 0,22EP + 45,88RV_{-1} - 16,02DL_{-1} - 75,12HD + 0,28SP_{-1} + 100,9 \quad (\bar{R}^2 = 0,77, DW = 1,84)$$

(3,2)      (1,8)      (3,1)      (1,5)      (2,1)      (1,6)

$$ST = 0,15ET + 84,64RV_{-1} - 17,38DL_{-1} + 113,93CP + 0,26ST_{-1} + 116,6 \quad (\bar{R}^2 = 0,71, DW = 1,80)$$

(4,7)      (3,8)      (2,6)      (2,4)      (2,3)      (2,0)

Geregresseerd is met maandcijfers over de periode 1979-1 t/m 1981-12; op 3 van de 36 waarnemingen zijn correcties toegepast vanwege extreme waarden. Onder de coëfficiënten zijn tussen haakjes de t-waarden vermeld, terwijl de gebruikte variabelen de volgende betekenis hebben:

- SO = saldo verkopen van overheidsobligaties;
- SP = saldo verkopen van particuliere obligaties en pandbrieven;
- ST = saldo totale obligatieverkopen (som van SO en SP);
- EO = openbare obligatie-emissies door het rijk en de lagere overheid;
- EP = openbare emissies van particuliere obligaties, inclusief afgifte van pandbrieven en spaarbewijzen met beursnotering;
- ET = totale openbare emissies (som van EO en EP);
- RV<sub>-1</sub> = lang-renteverschil met de Verenigde Staten, één maand vertraagd;
- DL<sub>-1</sub> = procentuele mutatie dollarkoers, één maand vertraagd;
- CP = conjunctuurproxy, gemeten aan de mutatie in het werkloosheidspercentage in de bouw;
- HD = hypotheekmarktdummy i.v.m. afstoot van pandbrieven vanaf mei 1981.

De schattingsuitkomsten zijn bevredigend. Ondanks het feit dat het om maandcijfers, en dus om nogal „gevoelig” cijfermateriaal, gaat is de aanpassing redelijk, terwijl de coëfficiënten van de determinanten steeds een juist teken hebben en zonder veel uitzonderingen significant zijn.

De coëfficiënt van de emissie-activiteit ligt voor de particuliere obligaties gemiddeld over de periode aanzienlijk hoger dan die van de overheidsobligaties (0,22 tegen 0,08), hetgeen op een gemiddeld wat grotere voorkeur van het buitenland voor particuliere obligaties zou duiden. Er zijn echter aanwijzingen dat deze voorkeur juist in het afgelopen jaar is verschoven in de richting van de overheid, vooral uit de EG en OPEC 4). In de regressievergelijkingen komt deze verschuiving tot uitdrukking in de coëfficiënten van de variabele HD, die voor de particuliere obligaties een negatief teken heeft (per saldo minder verkopen) en daarentegen voor de overheidsobligaties juist een positief teken aanneemt. In de vergelijking m.b.t. de totale obligaties (ST) was deze variabele dan ook niet significant en is deze weggelaten. Ook het positieve teken van de conjunctuurproxy CP in de vergelijking m.b.t. de overheidsobligaties wijst o.a. op een verschuiving naar deze meer zekerheid biedende beleggingswaarden 5).

Ten einde meer inzicht te krijgen in de invloed van de diverse determinanten op de beursverkopen zijn in tabel 4 via bovenvermelde regressievergelijkingen gekwantificeerde effecten weergegeven.

Uit de laatste kolom van tabel 4 blijkt dat op grond van deze berekeningen de f. 1,7 mrd. lagere verkoop van Nederlandse obligaties in het beursverkeer *per saldo* geheel kan worden toe-

geschreven aan de invloed van het grotere (negatieve) rentever-schil met het buitenland. Het effect hiervan zou f. 2,0 mrd. zijn en het indiceert het belang van de rente als intermediaire variabele in het accomoderingsproces. De invloed van de emissie-activiteit was op zich groot, doch tegengesteld bij de particuliere sector en de overheidssector. Dit was ook het geval bij de invloed van de vertrouwensfactor met betrekking tot de hypotheekmarkt 6). Opvallend was bij dit laatste de alertheid waarmee de buitenlandse beleggers op de berichten ter zake reageerden: vrijwel de maand volgend op de eerste negatieve berichten werden particuliere obligaties — vermoedelijk vooral pandbrieven — door buitenlandse beleggers afgestoten.

#### 4. De buitenlandse belangstelling voor overheidsobligaties

In het licht van de hierboven gesignaleerde gevoeligheid van buitenlandse beleggers voor vertrouwensfactoren is het ook van belang nog wat verder in te gaan op de ontwikkeling van de buitenlandse belangstelling voor overheidsobligaties. Immers, van de totale openbare schuld van de staat is naar schatting bijna een derde in buitenlandse handen 7). Het wegvallen van de buitenlandse belangstelling voor deze beleggingswaarden zou grote (her-)financieringsproblemen van de staat met zich brengen. Dit zou des te meer klemmen aangezien naar berekening de Nederlandse staat in de komende jaren een bijzonder grote behoefte aan kapitaalmarkt middelen blijft houden. Een beroep op buitenlandse geldgevers zou dan nodig kunnen blijven.

In tabel 5 zijn met betrekking tot de verkopen van overheids-

Tabel 5. Verkopen van overheidsobligaties naar het buitenland, in procenten van overheidsemissies.

	1979	1980	1981	1982b)
1. Bruto verkoop .....	25	37	45	44
2. Terugverkoop .....	10	16	21	24
3. Netto verkoop (1-2) .....	15	21	24	20
Toewijzingspercentage a) .....	18	30	27	30

a) Volgens Agentschap Ministerie van Financiën.

b) Periode 1981-III t/m 1982-II.

4) Zie ook DNB, *Verslag over het jaar 1981*, par. 2.5.2.

5) De conjunctuurproxy bij de particuliere obligaties is weggelaten, aangezien de coëfficiënt niet significant was en een fout teken had.

6) Het effect van de hypotheekmarktdummy is bij de overheid groter (f. 1,4 mrd.) dan bij de particuliere sector (f. 0,9 mrd.). Dit hangt vermoedelijk samen met het lagere effect van de conjunctuurproxy en enige autonome vergroting van de belangstelling voor overheidsobligaties in 1981 uit de OPEC-landen. Ook het positieve residu voor 1981 zou hieruit kunnen voortvloeien (zie mede Jaarverslag DNB, paragraaf 2.5.2.). Daarnaast kan een verschuiving in de herbelegging van het sterk gestegen bedrag aan lossingen een rol gespeeld hebben.

7) Schatting Ministerie van Financiën; zie: *Het Financieele Dagblad*, 8 juni 1982.

Tabel 4. Invloed van diverse factoren op beursverkopen van Nederlandse obligaties naar het buitenland (excl. lossingen), in mrd. gl.

	Overheid			Particulier			Totaal (som)		
	1980	1981	verschil	1980	1981	verschil	1980	1981	verschil
1. Emissie-activiteit .....	0,9	1,3	0,4	2,0	1,4	- 0,6	2,9	2,7	- 0,2
2. Renteverschillen .....	- 0,3	- 1,1	- 0,8	- 0,4	- 1,6	- 1,2	- 0,7	- 2,7	- 2,0
3. Dollarkoersverwachting .....	—	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,1	- 0,5	- 0,4
4. Conjunctuurproxy .....	1,0	0,8	- 0,2	—	—	—	1,0	0,8	- 0,2
5. Hypotheekmarktdummy .....	—	1,4	1,4	—	- 0,9	- 0,9	—	0,5	0,5
6. Constante .....	0,1	0,1	—	1,7	1,7	—	1,8	1,8	—
7. Residu .....	- 0,1	0,4	0,5	0,0	0,1	0,1	- 0,1	0,5	0,6
8. Totaal .....	1,6	2,8	1,2	3,2	0,3	- 2,9	4,8	3,1	- 1,7

## 5. Samenvatting en bevindingen

Na een uitsplitsing van het niet-monetaire kapitaalverkeer in accomoderende en niet-accomoderende onderdelen werd eerst aandacht besteed aan de intermediaire variabelen in het communicerende proces tussen lopend verkeer en kapitaalverkeer. Daartoe werden de determinanten opgespoord van de belangrijkste „reactieve” component van het accomoderende kapitaal: de verkopen aan het buitenland van Nederlandse particuliere en overheidsobligaties via de Nederlandse beurs. Vervolgens werd de belangstelling van buitenlandse beleggers voor overheidsobligaties in beeld gebracht. Daarbij kwamen wij tot de volgende bevindingen.

1. Het renteverschil met het buitenland (met name met de VS) blijkt een belangrijke intermediaire rol te spelen bij het communicerende-vatenmechanisme tussen lopend verkeer en kapitaalverkeer. Bij de huidige overschotten in het lopend verkeer is mede onder invloed van het beleid van de Bank het negatieve renteverschil met het buitenland toegenomen, waardoor minder buitenlands beleggingskapitaal toevloede. Anderzijds zou bij tekorten in de lopende sfeer en bij onvoldoende spontaan aanbod van buitenlands kapitaal de rente de trekkracht dienen te leveren om aan deze middelen te komen.
2. Ook vertrouwensfactoren blijken een belangrijke invloed op

het accomoderende buitenlandse beleggingskapitaal uit te oefenen. Niet alleen geldt dit voor de vertrouwensfactoren c.q. verwachtingsfactoren in de valutasfeer, maar ook in bredere zin. Zo hebben buitenlandse beleggers onder invloed van de slechte gang van zaken in de bouwsector en de onroerend-goedsector, vooral in het midden van 1981, particuliere obligaties (vermoedelijk met name pandbrieven) uit hun portefeuille afgestoten. Opvallend was daarbij de alerte reactie op bepaalde ongunstige berichten ter zake.

3. Deze gevoeligheid van de buitenlandse beleggers is ook voor de staat van groot belang, die circa 30% van haar openbare schuld in het buitenland heeft uitstaan. Mede gelet op de ontwikkeling van de financieringsbehoefte van de overheid, zal deze afhankelijkheid in de toekomst groot blijven of zelfs nog toenemen. Hoewel blijkens het voorgaande de overheid in de afgelopen tijd geen reden tot klagen heeft gehad over de buitenlandse belangstelling voor haar obligaties, kan men zich afvragen in hoeverre c.q. tegen welke condities het buitenland bereid zal blijven in de Nederlandse financieringsbehoeften te voorzien.

M. van Nieuwkerk  
N. P. Driesprong  
A. C. J. Stokman