

De internationale kapitaalmarkt in 1987

ESB

Rubrieken

De internationale kredietverlening bevond zich in 1987 op een beduidend lager niveau dan een jaar eerder. Werd in 1986 nog een goede \$ 321 mrd. uit de markt genomen, vorig jaar was dit bedrag teruggelopen tot \$ 299 mrd. Binnen het geheel aan internationaal aangehouden gelden vond ook een aanzienlijke verschuiving plaats. Zo vertoonde de emissie van internationale obligaties (eurobonds) een zeer forse daling, waarbij met name de uitgifte van obligaties met een variabele rente – zogenaamde Floating Rate Notes (FRN's) – scherp terugliep. Tegenover deze inkringing stond een forse groei van de internationale bancaire kredietverlening, die haar hoogste niveau sinds 1982 bereikte.

Een eveneens opmerkelijke ontwikkeling in 1987 is de verdere erosie van het aandeel van de dollar in het internationale kapitaalverkeer.

Internationale obligatiemarkten

De uitgifte van eurobonds liep in 1987 sterk terug. Hieraan lagen verschillende oorzaken ten grondslag. De eerste hiervan, de stijgende tendens

van de rente in de belangrijke industrielanden in het tweede en derde kwartaal van 1987, beïnvloedde vooral de interesse van beleggers in vastrentende waarden negatief. Ook het feit dat beleggers, uit angst voor een als gevolg van een verdere rentestijging optredend vermogensverlies, ertoe overgingen papier af te stoten heeft het sentiment in dit marktsegment gedrukt. Tot slot werd de emissie-activiteit hier gedrukt doordat omvangrijke herfinancieringsoperaties, die in 1986 de cijfers nog opbliezen, vorig jaar achterwege bleven. Vooral de FRN's deden het slecht. Nadat eind 1986 de markt voor 'perpetual' FRN's was ingestort, ontstond wantrouwen tegenover de liquiditeit van alle varianten van dit beleggingsinstrument. Verder was het voor debiteuren uiteraard niet aantrekkelijk om in een klimaat van stijgende rentetarieven FRN's uit te geven. Door deze beide factoren schrompelde de uitgifte van nieuwe FRN's (inclusief CD's) ineen van \$ 51,2 mrd. in 1986 tot \$ 10,7 vorig jaar. Het enige segment dat zich in het grootste deel van 1987 gunstig heeft ontwikkeld is dat van de 'equity related bonds'. Het aanvankelijk uiterst gunstige koersverloop op de aandelenbeurzen wereldwijd vormde hier de be-

langrijkste stimulans. Na de beurskrach in oktober viel de activiteit op dit marktsegment geheel stil.

Alle marktsegmenten, ten slotte, hebben te lijden onder de toegenomen aantrekkelijkheid van de nationale markten ten gevolge van de deregulerings-tendensen aldaar. Verder heeft in de loop van 1987 het besef postgevat dat de werking van de secundaire markt voor eurobonds te wensen overlaat. Dit heeft geleid tot een verschuiving van de beleggersvoorkeur van de internationale markten naar nationale markten met genoeg diepgang, zoals de markt voor US treasury bonds. Deze tendens zette zich na de beurskrach in oktober, toen investeerders sterk risicomijdend wilden beleggen, versterkt door. Al met al kan worden gesteld dat emitteren op de eurokapitaalmarkt nog sterker dan voorheen is voorbehouden aan eerste-klas debiteuren. Verder dient een emissie, ter wille van de verhandelbaarheid, fors van omvang te zijn.

Wanneer wij kijken naar de gebruikte emissievaluta's, dan valt de verdere afkalving van het aandeel van de Amerikaanse dollar op. Overigens wordt dit effect enigszins overtrokken door het koersverloop van deze valuta in 1987, doordat emissies in sterkere valuta's, wanneer zij worden uitgedrukt in dollars, hierdoor worden opgeblazen. Ook wanneer voor dit effect wordt gecorrigeerd is de teruggang van de dollar echter opmerkelijk. Dit verloop werd allereerst veroorzaakt doordat beleggers in toenemende mate wantrouwend werden ten aanzien van het verdere koersverloop van deze valuta. Verder speelde de ineenschrompeling van de FRN-markt, van oudsher door de dollar gedomineerd, een rol van betekenis. Tegenover het verlies van de dollar stond een stijgend aandeel van sterkere valuta's als de Duitse mark, sterling, de Japanse yen en in mindere mate de ECU. Verder waren hoogrentende bonds in Australische dollars populair.

De opmars van de yen werd bevorderd doordat het in 1985 voor Japanners veel eenvoudiger werd om te opereren in het euroyen-bedrijf. Het is momenteel voor Japanse bedrijven zelfs veelal eenvoudiger om de eurobondmarkt af te tappen dan om in Japan zelf obligaties te emitteren. Zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde vormen

Tabel 1. De internationale kapitaalmarkt^a, bedragen in mrd. dollars

	1986	1987	1987			
			I	II	III	IV
Eurobonds	187,7	140,5	48,4	36,6	35,0	20,5
Overige obligaties	40,4	36,8	9,3	6,1	11,2	10,2
Totaal obligaties	228,1	177,3	57,7	42,7	46,2	30,7
(ww. FRNs en CD's)	(51,2)	(10,7)	(2,1)	(1,6)	(2,3)	(4,8)
Internationale bankleningen	54,2	81,0	13,2	22,8	14,3	30,7
Overige internationale kredietfaciliteiten	30,0	29,9	5,9	6,1	7,5	10,4
Overige bankleningen	9,1	10,9	2,0	2,1	4,1	2,7
Totaal	321,4	299,1	78,8	73,6	72,1	74,5

a. Een internationale obligatie (eurobond) is een obligatie die simultaan op meerdere markten wordt geëmitteerd. Een eurobond luidt veelal in een andere valuta dan die van het land waar hij wordt geëmitteerd. Een 'foreign bond' is een door een buitenlandse instelling op één markt geëmitteerde obligatie, luidende in de valuta van die markt. Een 'Floating Rate Note' (FRN) is een obligatie met een variabele rente. De in tabel 1 vermelde Certificates of Deposit (CD's) zijn middellange CD's met een variabele rente. Een internationale banklening is een door een bank(syndicaat) verstrekte lening in vreemde valuta. De overige bankleningen bestaan uit 'foreign bank loans', dit zijn door een bank (syndicaat) verstrekte in de eigen valuta luidende leningen aan een buitenlandse debiteur. De overige kredietfaciliteiten bevatten de 'back-up faciliteiten' bij de uitgifte van veelal kortlopend papier. Deze arrangementen – met namen als Note Issuance Facility of Revolving Underwriting Facility – hebben een langere looptijd dan het uit te geven papier. In moeilijke tijden kan de debiteur terugvallen op bankkrediet.

Bron: OECD, *Financial Statistics Monthly*.

Tabel 2. Eurobonds, gebruikte emissievaluta's in procenten

	1985	1986	1987
Amerikaanse dollar	70,9	62,9	40,4
Duitse mark	7,0	9,1	11,0
Japanse yen	4,8	9,9	16,4
Sterling	4,5	5,6	10,7
Franse frank	0,8	1,9	1,4
Gulden	0,4	0,5	0,9
Deense kroon	0,4	0,6	1,1
Canadese dollar	2,1	2,7	4,2
Australische dollar	2,3	1,8	6,4
Nieuwzeelandse dollar	0,8	0,2	1,1
ECU	5,1	3,8	5,3

Bron: OESO, *Financial Statistics Monthly*.

Tabel 3. Internationale bankleningen, bedragen in mrd. dollars

	1985	1986	1987
Totaal	54,2	54,2	81,0
waarvan:			
Totaal OESO	32,1	40,8	59,7
– Verenigde Staten	3,3	5,0	13,9
– Verenigd Koninkrijk	1,5	2,2	14,0
Olie-exporterende landen	2,8	3,4	1,9
– Indonesië	0,1	0,7	1,4
Oost-Europa	4,3	2,5	1,9
– Hongarije	0,7	0,4	0,7
– Sovjetunie	1,4	1,3	0,6
Overig	15,0	7,5	17,5
– Argentinië	3,7	0,0	2,1
– China	2,2	1,6	2,4
– India	0,2	1,0	1,4
– Mexico	0,0	0,0	7,7
– Zuid-Korea	3,1	1,2	1,7

Bron: OESO, *Financial Statistics Monthly*.

Tabel 4. Uncommitted borrowing facilities, in mrd. dollars^a

	1985	1986	1986 ^b	1987 ^b
Totaal	23,2	67,6	49,0	49,2
– vv. ECP-programma's	12,6	59,0	43,8	39,2

a. Uncommitted Borrowing Facilities of Non Underwritten Facilities zijn emissies van kort papier die niet door financiële instellingen zijn gegarandeerd. Het belangrijkste bestanddeel is de uitgifte van eurocommercial paper (ECP); de laatste jaren zijn Medium Term Notes sterk in opmars. Voor alle genoemde instrumenten geldt dat zij, dan wel het onderliggende programma, een looptijd hebben van meer dan een jaar. De in de tekst genoemde bedragen zijn bruto, bij de overige kredietfaciliteiten gaat het niet om het werkelijk geëmitteerde papier maar om de omvang van het onderliggende programma.

b. januari tot september

Bron: OECD, *Financial market trends*, november 1987.

Japanners hier dan ook de belangrijkste marktpartij. Verder blijkt uit tabel 2 dat het Britse pond als gevolg van de combinatie van een aantrekkelijk rentepercentage en een relatief stabiel koersverloop een steeds populairder beleggingsvaluta is geworden.

Internationale bankleningen

De internationale bankleningen bereikten in 1987 hun grootste omvang sinds het uitbreken van de schuldencrisis

in 1982. Het overgrote deel van de kredietvraag kwam vanuit de OESO-landen, de VS en het VK voorop. Het aandeel van de ontwikkelingslanden bleef uiterst klein, zeker als deze post wordt geschoond voor de 'geleide leningen' (voortvloeiend uit herstructureringsoperaties) aan Argentinië (\$ 2,1 mrd.) en Mexico (\$ 7,7 mrd.). Als gevolg van deze leningen, die in dollars luiden, wist de Amerikaanse valuta in dit marktsegment haar aandeel iets te vergroten.

Van de ontwikkelingslanden wisten China, India, Zuid-Korea en in mindere

mate Hongarije op substantiële schaal middelen bij de banken te betrekken.

De bancaire kredietverlening kreeg na de beurskrach van oktober een extra stimulans. Tal van debiteuren zagen hun directe toegang tot de internationale kapitaalmarkten afgesneden, hetgeen hen noopte tot terugkeer naar de traditionele vormen van funding. Hierdoor steeg het aandeel van de bancaire kredietverlening in het totaal van de op de internationale kapitaalmarkten aangetrokken gelden in het vierde kwartaal tot 41% (heel 1987: 27%).

Overige marktsegmenten

De 'foreign bonds', dit zijn obligaties van een buitenlandse debiteur uitgegeven op een binnenlandse markt, deden het in 1987 naar verhouding beter dan de eurobonds. Dat dit segment, waarin de Zwitserse frank de belangrijkste valuta is, het beter deed dan de eurobonds, kan worden verklaard uit het feit dat een aantal van de belangrijkste factoren die de teruggang bij de eurobonds verklaren – de FRN-crisis, wantrouwen tegenover dollar – hier in veel mindere mate een rol speelt.

De 'overige kredietfaciliteiten' (deze categorie omvat de back-up faciliteiten bij de uitgifte van CP, euronotes, CD's en dergelijke, waarbij het gaat om door de banken gegarandeerde plaatsing van schuldtitels) moesten in 1987 enig terrein prijsgeven. De belangrijkste oorzaak is hier de opkomst van de – niet in de statistieken opgenomen – markt voor eurocommercial paper (ECP) en andere zogenaamde non-underwritten faciliteiten (plaatsing niet door de banken gegarandeerd). Voor eersteklas debiteuren zijn deze middelen voordeliger boven de plaatsing van euronotes en 'underwritten' CP, aangezien zij een deel van de door de banken in rekening gebrachte kosten kunnen besparen. Ofschoon statistieken die aansluiten bij de door ons gehanteerde bron, niet voorhanden zijn, kan uit een andere bron tabel 4 worden gedistilleerd.

Recente ontwikkelingen en vooruitzichten

Begin 1988 heeft de eurobondmarkt zich weer enigszins hersteld, zowel in het dollarsegment als daarbuiten. Ten aanzien van de dollar kan dit herstel worden toegeschreven aan de verbeterde koersvooruitzichten van deze valuta, op hun beurt een gevolg van zowel een effectief interventiebeleid van de centrale banken als een verbeterende Amerikaanse handelsbalans. Buiten het dollarsegment waren vooral sterke

valuta's in trek, met name DM. Zo wist Oostenrijk een obligatielening van DM 1 mrd. te plaatsen tegen scherpere voorwaarden dan waartegen de overheid in West-Duitsland zelf leent. Deze ontwikkeling is een gevolg van het Duitse voornemen om een bronbelasting in te voeren op DM-bonds. Deze belasting, die niet wordt geheven op eurobonds, kan leiden tot een verschuiving van de interne Duitse kapitaalmarkt naar de markt voor euro-DM.

De vooruitzichten voor de internationale obligatiemarkten blijven onzeker. Enerzijds wordt deze markt ondersteund door een gunstiger renteperspectief dan in 1987 en een relatieve rust aan het valutafrent, anderzijds vormt de verdere deregulering van de binnenlandse kapitaalmarkten een negatieve factor. Zo zal de verdere liberalisering van de Japanse kapitaalmarkt kunnen leiden tot een verplaatsing van emissie-activiteit vanuit het euroyenbedrijf naar de Japanse markt. Van ontwikkelingen als deze zou het segment 'foreign bonds' overigens kunnen profiteren. Verder zal de eurobondmarkt lij-

den onder de vergrote voorkeur van beleggers voor 'dikke' markten, zoals de binnenlandse markten voor overheidspapier.

De overige 'committed' kredietfaciliteiten zullen in toenemende mate terrein verliezen aan de 'uncommitted facilities', doordat de eerstgenoemde – evenals andere 'off-balance sheet' activiteiten – steeds meer worden betrokken bij het solvabiliteitstoezicht van de centrale banken. Hierdoor worden zij duurder, hetgeen hun aantrekkelijkheid voor de debiteur verkleint.

Doordat emissies op de internationale obligatiemarkten nog meer dan in het verleden voorbehouden zullen blijven aan eersteklas debiteuren – dit geldt eveneens voor de ECP-markt – zal de internationale bancaire kredietverlening haar grotere aandeel kunnen vasthouden.

Wim Boonstra

De auteur is medewerker van het Economisch Bureau Buitenland van de AMRO bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.