

Het beleggingsgedrag van olie-exporterende landen

DRS. E. E. VAN LAER*

De olieprijsstijgingen in de afgelopen tien jaar hebben geleid tot ingrijpende veranderingen in de internationale geld- en kapitaalstromen. De sterk toegenomen inkomsten van de olie-exporterende landen werden, bij gebrek aan bestedingsmogelijkheden binnenslands, voor een groot deel belegd.

In dit artikel wordt een overzicht gegeven van het „recycling“ in de jaren 1973-1980.

In de loop van deze periode blijkt het beleggingsbeleid van de olie-exporterende landen volwassener te zijn geworden: de sterke voorkeur voor liquide beleggingen in Amerikaanse dollars en Engelse ponden heeft langzamerhand plaatsgemaakt voor het streven naar diversificatie van de beleggingen. Er is een groeiende belangstelling te constateren voor andere landen en valuta's en andere, langer lopende en meer gedurfd beleggingsvormen.

Inleiding

De ontwikkeling van de wereldeconomie staat sinds oktober 1973, toen de eerste oliecrisis uitbrak, sterk onder invloed van het olieprijsverloop. Sindsdien wordt daarom in vrijwel alle ramingen van economische ontwikkelingen expliciet de gehanteerde veronderstelling omtrent de olieprijs vermeld. Minder aandacht is tot dusverre besteed aan de wijze waarop de olie-exporterende landen (OEL) hun, grotendeels door olieprijsverhogingen ontstane, betalingsbalansoverschotten hebben belegd. In dit artikel wordt gepoogd enig licht op deze zaak te werpen. Achtereenvolgens komen aan de orde het patroon van looptijden van de diverse activa die sinds 1973 door de OEL worden aangehouden, de geografische spreiding van de beleggingen en de valuta's waarin deze zijn gedenomineerd. Onder de OEL wordt verstaan Trinidad en Tobago, Bahrein, Brunei, Oman en de dertien OPEC-landen. Alvorens in te gaan op het beleggingsgedrag van deze landen wordt een kort overzicht gegeven van hun externe positie sinds 1973. In de slotparagraaf worden enkele conclusies getrokken en wordt ingegaan op mogelijke ontwikkelingen in de komende jaren.

Het externe overschot van de OEL

De betalingsbalansen van de OEL staan onder grote invloed van het verloop van de olieprijsen. Het gemiddelde exportprijsspeil van ruwe aardolie was in de jaren zestig vrij stabiel geweest, maar liep vervolgens op van \$ 1,70 per vat in 1970 tot ca. \$ 3 per vat begin oktober 1973. Deze verhoging was in de eerste plaats het gevolg van lange-termijnontwikkelingen in vraag en aanbod; daarnaast speelden echter institutionele veranderingen een rol waardoor de invloed van de nationale autoriteiten van de OEL toenam ten koste van de oliemaatschappijen. In oktober 1973 ontstond de eerste grote olieprijschok na het uitbreken van de Yom-Kippoeroorlog: de gemiddelde exportprijs over 1974 liep op tot \$ 10,50 per vat, een stijging met 350%! Dit resulteerde in een overschot op de lopende rekening van de OEL van \$ 67 mrd. (tabel 1). Vanwege aflossingen van lopende leningen resulteerde voor 1974 een bedrag van \$ 55 mrd. ter belegging. Aangezien de

financiële markten van de OEL niet in staat waren dergelijke bedragen te absorberen, werden deze fondsen in het buitenland ondergebracht.

In de periode tot de tweede olieprijschok (medio 1979) steeg de gemiddelde exportprijs van ruwe olie in nominale termen met 22%. Indien dit cijfer wordt gedeeld met de gemiddelde importprijsstijging van de OEL resteert een reële waardedaling in de jaren 1974-1978 van 11%. Deze daling was het gevolg van een afnemende vraag enerzijds en een toenemend aanbod van ruwe aardolie vanuit derde landen anderzijds. Het overschot op de lopende rekening van de OEL werd in deze periode bovendien snel geredresseerd door een aanzienlijke verhoging van het importvolume. Om het verschil in absorptiecapaciteit te illustreren, is de groep van OEL in tabel 1 uitgesplitst. De overschotten van de z.g. hoge absorbeerders blijken zeer spoedig te verdwijnen. Dit zijn vooral de OEL met een grote bevolking en uit dien hoofde een aanzienlijke importcapaciteit. De toename van de in het buitenland opgenomen leningen in de jaren 1974-1978 komt grotendeels voor rekening van deze subgroep die aldus zijn lopende-rekeningtekorten financierde. Het verschijnsel van teruglopende lopende-rekeningoverschotten doet zich in minder sterke mate voor bij de z.g. middengroep, terwijl de lage absorbeerders er het minst in slagen deze weg te werken. Dit betreft de dun bevolkte staten in het Midden-Oosten als Saoedie-Arabië, Koeweit, de Verenigde Arabische Emiraten (VAE) en Qatar.

De tweede oliecrisis diende zich medio 1979 aan, toen het verminderde aanbod van Iraanse olie, na de revolutie aldaar, voelbaar werd. Dit was het begin van een serie prijsverhogingen die pas in het tweede kwartaal van 1980 ten einde kwam. De gemiddelde exportprijs van ruwe aardolie was toen opgelopen van minder dan \$ 13 per vat in 1978 tot bijna \$ 31 per vat in 1980, een stijging van ca. 240%. Deze ontwikkeling blijkt weer duidelijk uit de betalingsbalanscijfers: het lopende-rekeningoverschot loopt op tot \$ 65 mrd. in 1979 en \$ 117

* De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau van Pierson, Heldring & Pierson NV. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel.

mrd. in 1980; indien bovendien rekening wordt gehouden met opgenomen externe leningen, resteert resp. \$ 70 mrd. en \$ 126 mrd. ter belegging. Een belangrijk verschil met de situatie in 1974 is dat het lopende-rekeningoverschot sterker is geconcentreerd bij de z.g. lage absorbeerders. Deze landen namen in 1980 77% van het gezamenlijke overschot voor hun rekening tegen 58% in 1974. Dit is vooral het gevolg van het toegenomen aandeel van deze subgroep in de totale olie-export van de OEL. Het exportbeleid van Saoedi-Arabië in de afgelopen jaren speelt in dit verband een belangrijke rol.

Het ziet er naar uit dat het jaar 1980 het hoogtepunt is geweest van de betalingsbalansoverschotten ten tijde van de tweede oliecrisis. Voor 1981 wordt een vermindering van het gezamenlijke lopende-rekeningoverschot verwacht tot \$ 85 mrd. Afhankelijk van de veronderstelling ten aanzien van olieprijs wordt door de diverse instellingen voor 1982 een verdere daling voorzien tot \$ 39 à 80 mrd. 1). Net als na de eerste olieschok hangt deze ontwikkeling niet alleen samen met minder grote olieprijsstijgingen, maar ook met toegenomen import.

Het beleggingsgedrag van de OEL

Cumulatief hebben de OEL in de periode 1974-1981 een bedrag van ca. \$ 470 mrd. belegd. Dit is bijna \$ 60 mrd. per jaar, evenveel als het bruto binnenlands produkt van Noorwegen in 1980! 2) In tabel 2 wordt een overzicht gegeven van de wijze waarop het geïdentificeerde deel van dit bedrag in deze jaren is uitgezet; daarbij is onderscheid gemaakt naar de looptijden van de beleggingen enerzijds en geografische spreiding anderzijds.

De looptijden van de OEL-beleggingen geven een duidelijk patroon te zien (zie figuur 1). Ten tijde van de beide olieprijschokken (1974 en 1979) blijkt het aandeel van de kortlopende beleggingen, vooral bankdeposito's en schatkistpapier, een hoogtepunt te bereiken (ca. 70% van de totale middelen). In de daaropvolgende jaren wordt dit aandeel snel teruggebracht ten gunste van langlopende activa. Deze categorie omvat bedrijfs- en overheidsobligaties, aandelen en directe investeringen. In de periode tussen de beide oliecrises schommelde het aandeel van de kortlopende activa tussen 25 à 35% van de totale uitzettingen.

De belangrijkste determinant van dit beleggingsgedrag lijkt het probleem van het vinden van aantrekkelijke langlopende activa te zijn. De monetaire autoriteiten van de OEL zijn waarschijnlijk niet in staat hun in korte tijd reusachtig gegroeide liquiditeitsbezit direct te beleggen op de wijze die hen voor ogen staat. Daarom worden deze middelen doorgaans eerst kort uitgezet, waarna de gewenste samenstelling

1) Het IMF gaat voor 1982 uit van handhaving van de reële olieprijsen op het gemiddelde peil van 1981, d.w.z. van \$ 37,50 per vat, en komt uit op een lopende-rekeningoverschot van \$ 80 mrd.; Morgan Guaranty en de OESO daarentegen gaan uit van stabilisatie van het nominale prijspeil (d.w.z. ca. \$ 35 per vat) en komen voor 1982 tot lopende-rekeningoverschotten van resp. \$ 61 en \$ 35 mrd. (alle ramingen excl. officiële transfers). Zie IMF, *World Economic Outlook*, juni 1981; Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*, september 1981; en OESO, *Economic Outlook*, nr. 30, december 1981.

2) Ter vergelijking: het bruto binnenlands produkt van Nederland in 1980 bedroeg \$ 168 mrd. (lopende prijzen en wisselkoersen). Bron: OESO: *Main Economic Indicators*, december 1981.

Tabel 1. Lopende rekening en totale beschikbare bedrag voor investeringen van de OEL, in mrd. dollars

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 a)	1981 a)
Hoge absorbeerders b)	- 1	11	- 1	- 2	- 6	- 14	8	9	
Middengroep c)	1	18	6	11	12	3	19	18	
Lage absorbeerders d)	6	38	24	26	21	10	38	90	
Totale lopende rekening	6	67	29	35	27	- 1	65	117	85
Netto externe leningen van banken en overige aanpassingen	-	-12	7	4	11	20	5	9	0
Bedrag beschikbaar voor investeringen	-	55	36	39	38	19	70	126	85

- a) Schatting.
 b) Nigeria, Algerije, Gabon, Venezuela, Ecuador, Indonesië en Bahrein.
 c) Irak, Libië, Iran, Oman, Brunei, Trinidad en Tobago.
 d) Saoedi Arabië, Koeweit, VAE, Qatar.

Bronnen: Bank of England, *Quarterly Bulletin*, juni 1980 en december 1981 en IMF, *International Financial Statistics Yearbook* 1981.

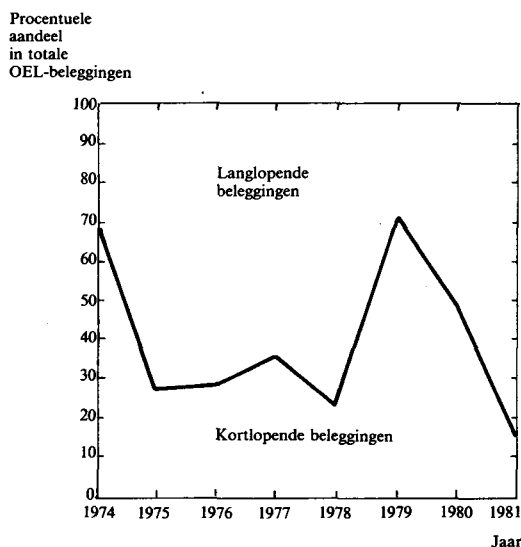
Tabel 2. OEL-beleggingen naar looptijd en geografische spreiding, in mrd. dollars

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981 a)
Kortlopende beleggingen	36,6	9,5	10,2	10,2	3,2	43,3	42,5	6,6
Verenigde Staten	9,4	1,1	0,7	-0,5	-0,2	8,4	0,2	-3,7
Groot-Brittannië	18,2	3,4	3,0	3,2	-1,6	16,2	16,1	12,0
(wv. Eurovalutadeposito's)	(13,8)	(4,1)	(5,6)	(3,1)	(-2,0)	(14,8)	(14,8)	(11,1)
Overige OESO-landen	9,0	5,0	6,5	7,5	5,0	18,7	26,2	-1,7
(wv. Eurovalutadeposito's)	(7,8)	(3,8)	(5,9)	(6,3)	(3,1)	(16,2)	(24,0) a)	(0)
Langlopende beleggingen	16,6	25,7	25,6	23,3	10,2	17,7	43,9	43,2
Verenigde Staten	2,3	8,5	11,4	9,6	1,5	-1,2	13,8	16,9
Groot-Brittannië	2,8	0,9	1,5	0,6	-0,2	1,0	1,5	0,1
(wv. Euromarktdeposito's)	(1,2)	(0,2)	(0,8)	(0)	(0)	(0,2)	(-0,5)	(-0,8)
Overige OESO-landen	3,1	5,8	4,3	5,8	2,6	8,7	17,0	18,1
Ontwikkelingslanden	4,9	6,5	6,4	7,0	6,2	9,6	6,7	5,7
IMF en Wereldbank	3,5	4,0	2,0	0,3	0,1	-0,4	4,9	2,4
Totaal geïdentificeerde beleggingen	53,2	35,2	35,8	33,5	13,4	61,0	86,4	49,8

- a) Eigen ramingen.
 Bron: Bank of England, *Quarterly Bulletin*, december 1976 e.v.

van de beleggingsportefeuille geleidelijk wordt gerealiseerd. Daarnaast speelt de concentratie van betalingsbalansoverschotten bij slechts enkele landen, m.n. Saoedi-Arabië en Koeweit, een rol. Deze landen hebben na 1973 vrij snel een sterke externe liquiditeitspositie opgebouwd en willen derhalve een groter aandeel lang beleggen. Het is opmerkelijk dat ook het hoge niveau van de geldmarktrentes in 1981 deze aanpassing van de looptijdstructuur niet heeft doorkruist.

Figuur 1. OEL-beleggingen naar looptijd, in procenten van het jaartotaal



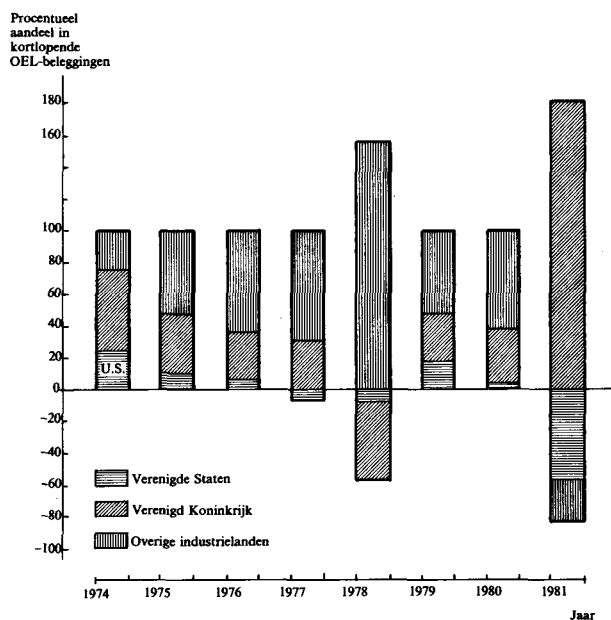
Naast de looptijdstructuur is ook de *geografische spreiding* van de OEL beleggingen interessant. De statistische informatie laat alleen een uitsplitsing toe in Verenigde Staten, Groot-Brittannië en de overige OESO-landen; daarnaast worden beleggingen in ontwikkelingslanden en bij IMF en Wereldbank onderscheiden. Omdat het geografische spreidingspatroon van de beleggingen nogal uiteen blijkt te lopen tussen kort- en langlopende uitzettingen, is dat onderscheid gehandhaafd.

Het aandeel van de Verenigde Staten en Groot-Brittannië in de korte beleggingen blijkt in de jaren van de oliecrisis (1974 en 1979) een hoogtepunt te bereiken (op het niveau van resp. 75% en 57%, zie figuur 2). In de daaropvolgende jaren loopt het aandeel van deze landen echter snel terug en wordt, met name in 1978 en 1981, zelfs negatief. De overige industrielanden profiteren hiervan. Er blijkt dus sprake te zijn van een geografisch-diversificatiebeleid van de beleggingen in de korte sfeer. De ten tijde van de oliecrisis toevloeiende fondsen worden in eerste instantie in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië uitgezet om vervolgens naar andere industrielanden te worden overgeheveld. De reden voor dit gedrag is waarschijnlijk het feit dat Londen en New York de grootste en best ontwikkelde financiële centra in de wereld zijn. Het zijn de enige markten die een stroom van \$ 10 à 20 mrd. in een jaar kunnen absorberen. Een groot deel van de korte middelen wordt belegd op de Eurovalutamarkt (zie tabel 2). Het is vooral om deze reden dat Groot-Brittannië zo'n groot deel van de korte uitzettingen van de OEL aantrekt. Met name in het afgelopen jaar was de positie van de Londense Euromarkt dominant.

De kortlopende activa in de overige OESO-landen worden ook voor het merendeel in Eurovalutadeposito's aangehouden. Een verschil tussen de „beleggingscycli” van 1974-1978 en 1979-1981 is dat het aandeel van de overige landen in 1979 minder ver terugvalt dan in 1974, om vervolgens ook weer sneller te groeien. Wellicht hangt dit samen met de opkomst van financiële centra in deze landen, waardoor het geografi-

sche-diversificatieproces van een hoger niveau is gestart dan destijds.

Figuur 2. Geografische spreiding van de kortlopende OEL-beleggingen, in procenten van het jaartotaal



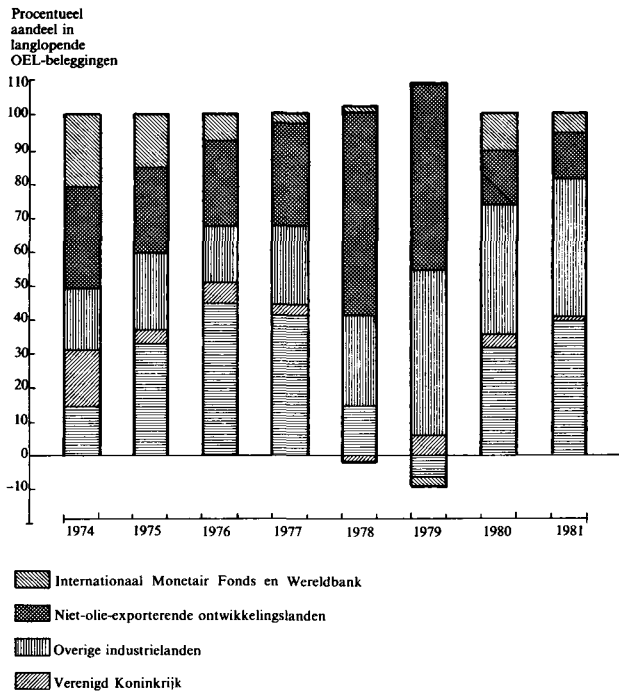
Bron: Bank of England.

De geografische spreiding van de langlopende OEL-beleggingen vertoont een ander, minder eenduidig, patroon (zie figuur 3). In de eerste plaats valt op dat de Verenigde Staten gedurende vrijwel de gehele onderzochte periode een groot deel van de langlopende uitzettingen hebben weten aan te trekken (30 à 40% van het totaal). De jaren 1978 en 1979 zijn hierop de enige uitzonderingen. De terugval die toen plaatsvond, hangt waarschijnlijk ten dele samen met de dollarcrisis van 1978/1979, ten dele met de Iraanse crisis, in het kader waarvan president Carter besloot alle Iraanse tegoeden in de Verenigde Staten te „bevriezen”. Deze maatregel heeft een negatief effect gehad op Arabische beleggingen in de VS. De sinds 1979 weer sterk gegroeide lange beleggingen in de VS wijzen echter uit dat dit slechts een tijdelijk effect is geweest.

Het aandeel van Groot-Brittannië in langlopende OEL-beleggingen blijkt ten tijde van de oliecrisis een hoogtepunt te bereiken, om vervolgens weer terug te vallen. Euromarktuitzettingen (vooral z.g. „Eurobonds”) zijn een belangrijk onderdeel van deze beleggingen. Het aandeel van de z.g. overige OESO-landen nam in de jaren 1974-1979 gestaag toe (tot 49% in 1979), om vervolgens enigszins terug te vallen (42% in 1981). De ontwikkeling van de langlopende uitzettingen in de niet-olie-ontwikkelingslanden (NODC's) trekt de aandacht. Deze betreffen vooral kredieten in het kader van ontwikkelingsprojecten. Deze blijken sinds 1973 op een vrij stabiel absoluut niveau te staan (\$ 5 à 7 mrd., zie tabel 2). Omdat de totale beleggingssom in 1978 echter sterk was teruggelopen en in 1979 (nog) in de korte sfeer was geconcentreerd, is het aandeel van beleggingen in NODC's in deze jaren meer dan de helft van de totale langlopende uitzettingen! Sindsdien is dit cijfer aanmerkelijk teruggelopen.

De OEL hebben over de jaren aanzienlijke bijdragen geleverd aan de middelen van het IMF en de Wereldbank. Dit zijn in letterlijke zin geen geografisch gespreide uitzettingen, maar worden hier wel als zodanig beschouwd omdat de kredietverlening van deze instellingen is geconcentreerd op de NODC's. Indien deze fondsen bij de directe kredietverlening aan NODC's worden geteld, blijkt dat de OEL sinds 1973 gemiddeld bijna \$ 9 mrd. per jaar naar de NODC's hebben gesluisd.

Figuur 3. Geografische spreiding van de langlopende OEL-beleggingen, in procenten van het jaartotaal



Er is niet veel bekend over de *valutaspreiding* van de OEL-beleggingen. Sinds december 1977 publiceert de Bank for International Settlements (particuliere plus officiële) OPEC-beleggingen uitgesplitst naar binnenlandse (d.w.z. OPEC-) valuta's, dollars en overige OESO-munten. Daarnaast publiceert de Bank of England deze informatie voor het pond sterling. In tabel 3 zijn deze gegevens naast elkaar gezet. Aldus ontstaat een overzicht van de spreiding van de beleggingen naar valuta's voor de jaren 1978-1981.

Tabel 3. OEL-beleggingen naar valuta's, in mrd. dollars

	1978	1979	1980	1981 t/m juni	1981 a) (jaarbasis)
Dollar	-2,8	24,8	37,2	9,5	14,3
waarvan:					
- op nationale markt ..	1,3	7,2	14,0	7,6	
- Euromarkt	-4,1	17,6	23,2	1,9	
Pond sterling	0,6	3,0	4,1	-0,2	-0,3
waarvan:					
- op nationale markt ..	0,2	2,2	3,3	0,4	
- Euromarkt	0,4	0,8	0,8	-0,6	
Overige OESO-valuta's	9,2	14,0	33,5	19,5	29,3
waarvan:					
- op nationale markten	5,2	6,0	28,8	22,1	
- Euromarkt	4,0	8,0	4,7	-2,6	
Binnenlandse valuta's op Euromarkt	1,8	3,1	4,1	-1,4	-2,1
Totaal van de geïdentificeerde beleggingen naar valuta's	8,8	44,9	78,9	27,4	41,2

a) Ramingen

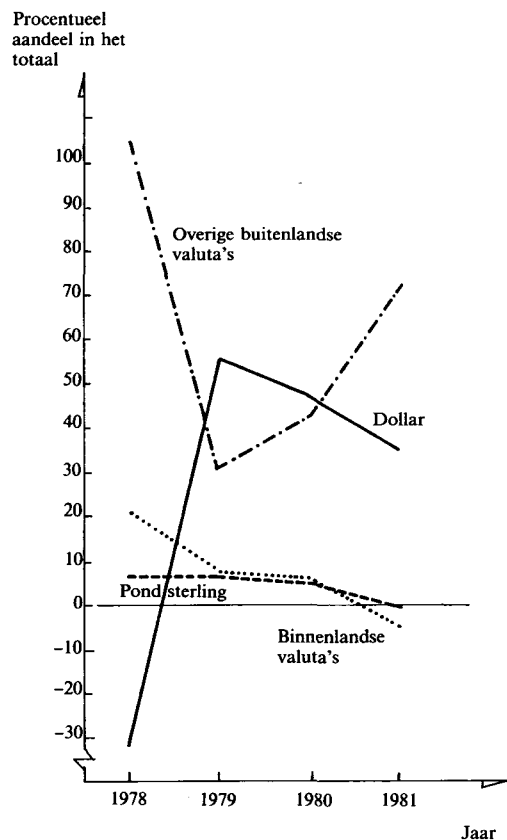
Bronnen: Bank of England, *Quarterly Bulletin*, december 1976 e.v. en Bank for International Settlements, tweede kwartaalbericht 1981.

Het aandeel van in dollars gedenomineerde activa is in 1978 sterk negatief (zie figuur 4). Vanwege de dollarcrisis en de Iraanse affaire besluiten waarschijnlijk vele beleggers uit OEL hun dollartegoeden om te zetten in activa gedenomineerd in sterling, andere buitenlandse valuta's en OEL-munten. De (in dollars ontvangen) extra inkomsten gedurende het oliecrisisjaar 1979 doen het aandeel van de Amerikaanse munt echter weer snel toenemen (tot 55%). In de daaropvolgende periode

valt het dollaraandeel gestaag terug tot 35% in 1981. Het toenemende aandeel in 1978 van in dollars gedenomineerde activa, gaat vooral ten koste van sterling en de overige buitenlandse valuta's. Laatstgenoemde categorie loopt vervolgens echter weer op van 31% van de geïdentificeerde beleggingen in 1978 tot 71% in 1981! Het aandeel van in sterling en OEL-munten gedenomineerde activa neemt in deze jaren geleidelijk af.

Deze informatie wijst in de richting van een valutadiversificatiebeleid van de OEL 3). Tijdens een olieprijschok nemen de in dollars gedenomineerde uitzettingen snel toe, om vervolgens geleidelijk te worden omgezet in andere valuta's. Dit betreft voornamelijk de Duitse mark, yen, Zwitserse frank en, in mindere mate, de Franse frank en gulden. Het aandeel van sterling neemt af. Het valutadiversificatiebeleid van de OEL kan alleen geleidelijk worden uitgevoerd, omdat anders wisselkoersbewegingen ten nadele van de dollar deze politiek zouden frustreren. Het is in dit verband opmerkelijk dat het aandeel van de dollar ook in 1981 afneemt, terwijl de Amerikaanse munt in dat jaar fors apprecieerde. Dollarbezitters in de OEL hebben deze mogelijkheid dus aangegrepen om hun, op lange termijn gerichte, valutadiversificatiebeleid uit te voeren ten koste van het rendement op korte termijn.

Figuur 4. Geïdentificeerde OEL-beleggingen naar valuta's, in procenten van het jaartotaal



Bronnen: Bank for International Settlements en Bank of England

Slotbeschouwing

Alvorens het beleggingsgedrag van de OEL in de komende jaren te beschouwen, lijkt het zinvol in te gaan op de in de jaren

3) Zie F. Haver Droeze en E. E. van Laer, Het ontstaan van een multivalutareservestelsel, *ESB*, 3 maart 1981 voor het diversificatiebeleid van deviezenreserves door de monetaire autoriteiten van de OEL na de eerste oliecrisis.

tachtig te verwachten olieprijsontwikkeling. Deze bepaalt immers grotendeels de omvang van de door de OEL te beleggen fondsen. Voor 1982 wordt over het algemeen een ruime oliemarkt verwacht 4). Op de middellange termijn zijn de vooruitzichten echter minder gunstig. Zo concludeert Ranner 5), op basis van IEA-scenario's, dat op middellange termijn rekening dient te worden gehouden met een label evenwicht op de oliemarkt. Incidentele gebeurtenissen, zoals een strenge winter, politieke calamiteiten in producentenlanden e.d., zouden al heel snel tot een nieuwe oliecrisis kunnen leiden! De Groep van Dertig komt tot dezelfde conclusie in een rapport waarin bijna honderd studies over dit onderwerp zijn samengevat 6). Belangrijkste argument voor deze bevinding is de verwachting dat de wereldvraag naar aardolie in de jaren tachtig zal (kunnen) toenemen vanwege:

- tegenvallende besparingseffecten in de industriële wereld en herstel van de economische groei;
- grotere vraag van de NODC's, speciaal van de z.g. NIC's („newly industrialising countries” zoals Brazilië, Taiwan e.d.);
- grotere vraag van de OEL zelf o.a. als gevolg van het industrialisatiebeleid dat in deze landen wordt gevoerd.

Een derde oliecrisis lijkt dus niet uitgesloten. In dat geval zullen de externe overschotten van de OEL weer snel toenemen.

Indien echter wordt uitgegaan van stabiele reële olieprijsen (op het niveau van 1981), zullen de externe overschotten van de OEL de komende jaren verder afnemen. Het IMF 7) verwacht onder deze veronderstelling een positief saldo op de lopende rekening van de OEL van ca. \$ 50 mrd. in 1985 (uitgaande van \$ 96 mrd. in 1981). Alvorens te concluderen dat het beleggingsgedrag van de afgelopen periode in beide scenario's herhaald zal worden, is enige achtergrondinformatie omtrent de gevoerde beleggingspolitiek van de OEL van belang.

In de jaren na 1973 werd een zeer voorzichtige koers gevaren. Dit hangt enerzijds samen met het feit dat de extra inkomsten voor het grootste deel in handen kwamen van nationale overheden die zo min mogelijk risico wilden lopen, anderzijds met hun onervarenheid op het gebied van internationale beleggingen. Mede om deze redenen werd een groot deel van de te beleggen fondsen in nogal liquide vorm uitgezet, met het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten als concentratielanden en het pond sterling en de dollar als populairste valuta's. Zoals is beschreven, is geleidelijk een diversificatiestreven op deze punten waarneembaar. In dit streven weerspiegelt zich de wens van de overschotlanden om hun risico's zoveel mogelijk te spreiden, maar ook hun toenemende kennis van het internationale beleggingsbedrijf. Deze is opgedaan via Westerse deskundigen die de beschikbare fondsen in beheer kregen. Nog steeds wordt voor het grootste deel van deze beleggingen een beroep gedaan op Westerse experts, maar de zelfstandige invloed van de OEL groeit. Dit hangt waarschijnlijk ook samen met het feit dat steeds meer particuliere beleggers uit de OEL zich buiten het eigen land wagen. Het beleggingsgedrag van de OEL gezamenlijk wordt hierdoor beweeglijker en progressiever. Zo wordt er steeds meer geïnvesteerd in aandelen van particuliere ondernemingen buiten traditionele objecten zoals onroerend goed, hotels en Amerikaanse banken.

Om een min of meer evenwichtig beeld te krijgen van het te verwachten beleggingsgedrag van de OPEC-landen in de nabije toekomst, dient tevens een poging te worden gedaan om de conservatieve Arabische mentaliteit in de beschouwing te betrekken. Voor het beleggingsgedrag betekent dit dat sterker de nadruk wordt gelegd op het voorkomen van potentiële verliezen dan op mogelijke winsten 8). Dit gegeven relativiseert enigszins de tendensen tot diversificatie die zijn waargenomen. De Arabische beleggingsspecialist Azar voorziet echter belangrijke veranderingen in het investeringsgedrag van de OEL 9): een kleiner deel van de totale beleggingen

zal in dollars worden gedenomineerd, de looptijd van vastrentende investeringen zal worden verlengd, aandelenbeleggingen zullen in belang toenemen evenals investeringen in de goederensfeer, onroerend goed en hooggekwalificeerde industrieën. Ten slotte voorspelt Azar een toenemende geografische spreiding van Arabische beleggingen waarbij meer aandacht zal worden besteed aan de derde wereld en minder aan de Verenigde Staten en West-Europa.

Deze verwachtingen lijken redelijk overeen te komen met de gesignaleerde ontwikkelingen. Ze zijn alle te plaatsen onder de drie onderscheiden typen van diversificatie. Hierbij dient echter de vraag te worden gesteld of ze elkaar versterken dan wel tegenwerken. Zo is b.v. een toenemende valutadiversificatie van de overschotten van de OEL heel wel te combineren met een grote geografische spreiding ervan. Aan de andere kant echter lijkt een grotere belangstelling voor hoogwaardige industrieën hiermee weer enigszins in tegenspraak; deze zijn immers grotendeels geconcentreerd in de OESO-landen. De beschikbare informatie laat helaas niet toe hierover in kwantitatieve termen uitspraken te doen.

In verband met de te verwachten toenemende geografische spreiding van OEL-beleggingen is de snelle ontwikkeling van de Arabische financiële markten van belang. Deze groei blijkt o.a. uit het feit dat in 1980 slechts vijftien Arabische banken waren opgenomen in *The Bankers'* lijst van de 500 grootste banken, tegen 36 in 1981. Een andere maatstaf is de groei van de totale activa van Arabische banken van 15% in 1979 en 27% in 1980, tegen resp. 8% en 10% van de Top 500 gemiddeld 10). Tenconi voorziet echter nog wel obstakels voor een verdere ontwikkeling van de Arabische financiële markten 11). In de eerste plaats dient het kapitaalverkeer te worden geliberaliseerd en moeten de rentevoeten op de vrije markt tot stand kunnen komen. Verder is een krachtige centrale bank nodig om toezicht op het binnen- en buitenlandse financiële verkeer te kunnen uitoefenen en om te kunnen optreden als „lender of last resort”.

Naast een adequate juridische en institutionele infrastructuur is ten slotte volledige convertibiliteit van de lokale valuta's noodzakelijk. Deze munten worden langzamerhand meer gebruikt in internationale transacties en ook aangehouden op de Euromarkten. Met de oprichting van de Gulf Co-operation Council in mei 1981 hopen de nationale autoriteiten van de zes Golfstaten een eerste stap te hebben gezet in de richting van een douane-unie die vervolgens zou moeten uitgroeien tot een monetaire unie. De ervaring met de EG leert echter dat dergelijke plannen in de praktijk slechts geleidelijk uitvoerbaar zijn. Wellicht zullen de Arabische beleggers de komende jaren noodgedwongen aangewezen blijven op de financiële centra in het OESO-gebied.

E. E. van Laer

4) Zie b.v. IMF, *World Economic Outlook*, juni 1981.

5) A. P. Ranner, Europa en het olieprobleem, *ESB*, 11 november 1981.

6) E. A. Deagle, B. Mossavar-Rahmani en R. Huff, *Energy in the 1980s: An analysis of recent studies*, Groep van Dertig. Occasional Paper 4.

7) IMF, *World Economic Outlook*, juni 1981.

8) Zie H. D. Shapiro, Are Arab investors changing their tune?, *Institutional Investor*, augustus 1980.

9) R. Azar, *Will Arab investment priorities change in the new decade?*, The 1980 Euromarkets Conference, Londen 1980.

10) J. Ireland, The Top 100 Arab Banks, *The Banker*, december 1981.

11) R. Tenconi, Prospects facing Arab financial markets after recent growth, *IMF Survey*, juni 1980