

# Het dictaat van de kapitaalstromen

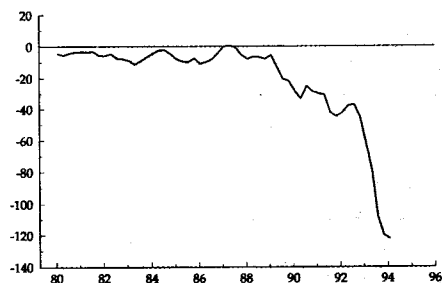
De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer heeft beleggers voor nieuwe problemen geplaatst. Steeds vaker worden markten geconfronteerd met onverwachte en deels ook onverklaarbare schommelingen. Voorbeelden hiervan zijn de hardnekkige zwakte van de dollar, de sterkte van de yen, alsmede de kapitaalmarktrente in Duitsland die, in tegenspraak met de lage inflatie sinds het begin van dit jaar, met bijna 1,5%-punt opliep. Fundamentele verklaringen schieten steeds vaker tekort. In het navolgende wordt betoogd dat internationale kapitaalstromen, die in de afgelopen 15 jaar enorm in omvang en belang zijn toegenomen, hieraan debet zijn.

## De zwakte van de dollar

De liberalisering van het kapitaalverkeer heeft in de jaren tachtig een grote vlucht genomen. In de westerse wereld is er bijna geen land meer dat barrières opwerpt voor grensoverschrijdend kapitaal. Sinds 1980 is het volume van grensoverschrijdende beleggingen meer dan vertwintigvoudigd tot 458 miljard dollar, zo berekent de Bank voor Internationale Betalingen in Bazel. T.o.v. 1992 trad in het volume van grensoverschrijdende beleggingen een stijging op van 75%.

Eerder is in deze rubriek al gewezen op het feit dat vorig jaar een omvangrijk dollaraanbod optrad doordat Amerikaanse beleggers veel buitenlandse effecten kochten (zie figuur 1). In 1993 ging het bij deze aankopen om een recordbedrag van 129 miljard dollar, meer dan twee keer zoveel als het jaar daarvoor en meer dan zeven keer zoveel als in 1989. Hiervan werd \$ 68 miljard in aandelen belegd en \$ 61 miljard in obligaties.

Figuur 1. Kapitaaluitstroom uit de VS, in miljarden dollars



Waar ging dat geld naar toe? Europese aandelen en obligaties mochten zich in een grote belangstelling verheugen. Maar naar schatting ongeveer 20% van de aankopen van niet-Amerikaanse effecten in 1993 vond plaats in de opkomende markten van Zuidoost-Azië en Zuid-Amerika.

Tegenover de \$ 128,6 miljard die Amerika in 1993 uitging, stond een eveneens indrukwekkende instroom van beleggingskapitaal, die echter veel minder aandacht heeft gekregen. Buitenlanders kochten het afgelopen jaar voor ruim \$ 90 miljard aan obligaties en \$ 20 miljard aan aandelen in de VS. Ook hier is sprake van een grote stijging ten opzichte van het verleden. Desalniettemin ging er aanzienlijk meer beleggingskapitaal Amerika uit dan in.

De cijfers die inmiddels bekend zijn, tonen aan dat in de bovenstaande situatie nog geen verandering is gekomen. Met ruim \$ 22 miljard aan obligaties en \$ 18 miljard aan aandelen bleef de uitstroom van beleggingskapitaal uit de Verenigde Staten in het eerste kwartaal van 1994 onverminderd hoog (zie tabel 1). Wel trad ten opzichte van vorig jaar een verschuiving op in de voorkeur van Amerikaanse beleggers, van Europa naar andere markten (met name Canada en Japan). Daarnaast blijkt in het eerste kwartaal van dit jaar ook nog sprake te zijn geweest van een verminderde belangstelling van buitenlandse beleggers voor Amerikaanse aandelen en obligaties, waardoor de vraag naar dollars nog extra verminderde. Terwijl in het vierde kwartaal van 1993 door buitenlandse beleggers nog voor bijna \$ 60 miljard aan Amerikaanse effecten werd gekocht, viel dit in het eerste kwartaal van dit jaar terug tot minder dan \$ 50 miljard.

## De sterkte van de yen

De kapitaalstromen - of beter gezegd, het uitblijven van kapitaalstromen - hebben het afgelopen jaar de problemen met de Japanse handelsbalans extra gecompliceerd gemaakt. Werd in het verleden het overschot op de lopende rekening nog deels gecompenseerd door een uitstroom van Japans beleggingskapitaal, in het

afgelopen jaar kochten Japanse beleggers veel minder buitenlandse obligaties dan voorheen. Met de gebeurtenissen van de afgelopen anderhalf jaar kan men het de Japanners nauwelijks kwalijk nemen dat men er niet meer zo happig op is de Amerikaanse tekorten te financieren. Niet alleen de beleggingsresultaten op de Amerikaanse aandelenmarkt vallen tegen, de waardedaling van de dollar maakt de beleggingen nog eens extra verliesgevend. Daarbij komt de nog steeds labiele vermogenspositie van het Japanse bedrijfsleven, en bovendien is het duidelijk dat Japanse verzekeraars en pensioenfondsen valutarisico's nog zoveel mogelijk schuwen. Ook de directe investeringen van Japanse bedrijven in het buitenland liepen verder terug.

In het eerste en tweede kwartaal van 1994 had Japan bovendien een sterke instroom van buitenlands kapitaal. Terwijl Japanse beleggers nog langs de zijlijn bleven staan, werd in het eerste kwartaal van dit jaar door buitenlandse beleggers maar liefst voor \$ 34,5 mrd aan Japanse aandelen gekocht en in het tweede kwartaal voor \$ 13 mrd, meer dan twee keer zoveel als in heel 1993. Deze vraag uit het buitenland is een van de oorzaken achter de stijgende aandelenkoersen in Japan (in de eerste helft van het jaar 18,5%). Kortom, weinig uitstroom van Japans kapitaal naar het buitenland, en veel buitenlands kapitaal naar Japan, het kan niet anders dan dat de yen onder dergelijke omstandigheden niet wil verzwakken.

## De 'crash' op de Europese obligatiemarkten

Een derde punt dat om aandacht vraagt is het feit dat buitenlandse beleggers vorig jaar op grote schaal Duitse staatsobligaties kochten, in de verwachting dat de rente snel zou dalen en de stukken dus flinke koerswinsten zouden opleveren. Volgens cijfers van de Duitse Bundesbank kochten buitenlandse beleggers in 1993 voor een recordbedrag van \$ 138 mrd, ofwel DM 226 mrd aan Duitse obligaties, bijna twee keer zoveel als het jaar daarvoor en meer dan vier keer zoveel als in 1990. Mede door deze aanhoudende vraag van Amerikaanse en

vooral ook Britse beleggers zakte de kapitaalmarktrente in Duitsland en Nederland eind vorig jaar tot een dieptepunt van 5,5%. Nu de rente in de VS begint op de lopen, lijkt zich echter het omkeerde voor te doen. Uit vrees voor toekomstige koersverliezen doen buitenlandse beleggers hun stukken nu van de hand. Hoe groot het effect hiervan op de renteontwikkeling in Duitsland is, is moeilijk in te schatten. Maar het lijkt alleszins aannemelijk dat in ieder geval een fors deel van de rentestijging is toe te schrijven aan het opdrogen van de stroom buitenlandse beleggingen. De cijfers lijken dit te bevestigen. Door buitenlandse beleggers werd in het eerste kwartaal van dit jaar voor in totaal een bedrag aan \$ 0,9 mrd (DM 1,5 mrd) verkocht. Bovendien blijkt uit gegevens die de Bundesbank over de maanden april, mei en juni al heeft bekend gemaakt dat de verkopen door buitenlandse beleggers zich in het tweede kwartaal nog eens 19 mrd bedroegen.

De vraag is natuurlijk waarom dit niet heeft geleid tot de alom verwachte verzwakking van de Duitse mark. Dat heeft te maken met het feit dat met name Amerikaanse en Britse beleggers wel wilden profiteren van de verwachte rentedaling in Duitsland, maar de bijbehorende verzwakking van de Duitse mark niet wilden meemaken. Men kocht Duitse obligaties en dekte het valutarisico af. Een aanwijzing daarvoor kan worden gevonden in het feit dat in Duitsland vorig jaar de verstrekking van kortlopende leningen aan buitenlandse ingezetenen fors toenam, van DM 280 mrd naar DM 408 mrd. Nu men de obligaties verkoopt, worden tegelijkertijd de valutaposities teruggedraaid, hetgeen dan wel leidt tot een stijging van de rente, maar niet tot een daling van de Duitse mark.

### Nieuwe richtingen

De vraag is nu, hoe de kapitaalstromen zich het komende jaar zullen ontwikkelen. Aangezien een onderweging in het ene land moet worden gecompenseerd door een overweging elders in de wereld, ontstaat onzes inziens het volgende beeld. Het enige grote land in de wereld waar buitenlandse beleggers sinds het begin van dit jaar fors hebben gekocht is Japan. De laatste maanden lijkt de stijging van de Japanse beurs tot stilstand gekomen. Het wachten is nu op het moment dat deze beleggers hun

winst in Japan zullen verzilveren, en weer overstappen naar andere markten die ondertussen ver genoeg zijn gedaald. De vraag is waar dat zal zijn en wanneer dat zal gebeuren. Amerika is de meest aannemelijke nieuwe kapitaal-bestemming. Na een jarenlange onderweging in de Verenigde Staten zouden beleggers het dit of anders volgend jaar zoetjes aan wel eens tijd kunnen vinden deze onderweging op te heffen. Dit geeft tevens hoop voor de dollar. Nu alle argumenten voor een hogere dollarkoers raken uitgeput, zou de dollar louter op basis van kapitaalstromen toch nog de twee gulden kunnen bereiken. Een eerste aanwijzing daarvoor is de stijging die de dollar de afgelopen week doormaakte. Terwijl de Amerikaanse kapitaalmarktrente daalde vanwege tegenvallende groeicijfers, steeg de dollar van *f* 1,72 tot *f* 1,77. Door de dalende rente werden Amerikaanse staatsobligaties aantrekkelijker. Dit leidde tot een extra vraag naar dollars.

Wanneer de stroom buitenlandse aankopen van Japanse aandelen na de record-aankopen in het begin van dit jaar geleidelijk opdroogt en daarnaast een verbetering van de economische en financiële situatie in het Japanse bedrijfsleven de interesse van Japanners voor buitenlandse beleggingen weer zal aanvakkere, ligt ook een verzwakking van de yen in het verschiet. Overigens zal een en ander waarschijnlijk tot gevolg hebben dat op de Japanse obligatiemarkt een forse rentestijging zal optreden wanneer Japanse verzekeraars en pensioenfondsen hun binnenlandse beleggingen, die zij nu grotendeels in de vorm van obligaties aanhouden, weer in buitenlandse beleggingen zullen omzetten.

Moeilijker te beantwoorden is de vraag wanneer dit alles zal gebeuren. Het huidige Dow Jones-niveau van 3800 heeft de beleggers in het afgelopen jaar niet kunnen vermurwen de overstap naar Amerika te maken. Wat zou kunnen helpen is een vertraging in de economische groei. Dit geeft ruimte voor rentedaling. Het zet de koersen op de aandelenbeurs wellicht nog wat lager en geeft om die reden beleggers die Amerika het laatste jaar hebben gemeden het laatste zetje.

Op de internationale obligatiemarkten lijkt het spel voorlopig gespeeld. Meer en meer zullen beleggers in een klimaat van wereldwijde economische groei de overstap maken van obligaties naar

Tabel 1. Portfolio flows (mld USD)

	1991	1992	1993	1993-Q4	1994-Q1
<b>USA</b>					
instroom:					
aandelen					10,3
obligaties					37,4
uitstroom:					
aandelen	31,1	32,7	27,9	28,3	17,9
obligaties	14,0	18,8	20,2	16,7	22,2
<b>Japan</b>					
instroom:					
aandelen	46,8	8,7	20,0	6,5	34,5
obligaties	21,2	-8,2	0,0	-2,6	7,1
uitstroom:					
aandelen	-3,6	3,0	-15,3	-9,0	-0,9
obligaties	-68,2	-35,6	-29,9	-26,9	10,2
<b>EMU</b>					
instroom:					
aandelen	1,9	1,1	1,1	1,3	1,4
obligaties	36,2	30,1	28,0	28,0	27,9
uitstroom:					
aandelen	1,2	1,3	5,8	2,7	4,4
obligaties	14,7	42,1	16,0	16,9	7,3

aandelen. Het wordt moeilijker en moeilijker om met obligaties een hoog rendement te behalen. Beleggers zullen op zoek naar een bevredigend rendement elkaar steeds meer op een kleiner wordend aantal markten verdringen.

### Hoge risico's

De afgelopen anderhalf jaar is gebleken dat het belang van internationale kapitaalbewegingen voor de koers van de dollar en de hoogte van de rente sterk is toegenomen. Deze kapitaalstromen zijn niet alleen zeer omvangrijk, maar laten zich ook moeilijk voorspellen. Beleggers rennen elkaar in steeds grotere getale achterna op zoek naar het hoogste rendement in de wereld. Rentes en valuta's kunnen onverwachts snel stijgen, om even onverwachts en snel weer te dalen. Dat dit hoge risico's met zich meebrengt - zowel voor beleggers zelf als voor nationale overheden - moge duidelijk zijn.

Brigitte Slot  
Leendert Meijaard

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.