

Het kapitaalverkeer vanaf de jaren tachtig

J.M.J. Jannink*

Sinds 1981 heeft Nederland een overschot in het goederen- en dienstenverkeer met het buitenland. Aanvankelijk vloeyde dit geld via het kapitaalverkeer van met name bedrijven en financiële instellingen weer naar het buitenland terug, maar aan het eind van de jaren tachtig sloeg het beeld tijdelijk om. Er ontstond een invoer van kapitaal die het overschot in het goederen- en dienstenverkeer ging versterken. De omslagen liggen vooral in het effecten- en kredietverkeer en zijn grotendeels te verklaren door rente- en wisselkoersfactoren.

Vanaf 1981 heeft Nederland elk jaar meer goederen en diensten geëxporteerd dan geïmporteerd. Onder invloed hiervan heeft de lopende rekening van de betalingsbalans vanaf dat jaar een overschot te zien gegeven¹. Dat betekent dat de netto vorderingen van ons land op het buitenland zijn toegenomen.

Uit figuur 1 blijkt dat het overschot op de lopende rekening vrijwel steeds al dan niet gedeeltelijk werd gecompenseerd door kapitaalexport van de niet-monetaire sectoren (bedrijven, niet-bancaire financiële instellingen, particulieren en overheid). Alleen 1989 was daarop een uitzondering. In dat jaar resulteerde de opmerkelijke combinatie van een overschot op de lopende rekening en niet-monetaire kapitaalvoer. Het gevolg daarvan was een omvangrijke toevloeiing van liquiditeiten uit het buitenland. In 1990 was sprake van terugkeer naar een meer normale situatie van kapitaalvoer door de niet-monetaire sectoren.

In dit artikel wordt stilgestaan bij de factoren die bij deze omslagen in het kapitaalverkeer een rol hebben gespeeld. In het onderste deel van figuur 1 is het kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren ontleed naar de aard van de transacties. Hieruit komt naar voren dat het beeld van het kapitaalverkeer werd gedomineerd door twee componenten: het effectenverkeer en het kredietverkeer met het buitenland. De andere componenten, waaronder met name de directe investeringen, resulteerden daarentegen in een trendmatig bezien vrij constante kapitaalvoer. Deze presentatie is gebaseerd op netto stromen. Dat wil zeggen dat zij het saldo vormen van beleggingen van buitenlands kapitaal in Nederlandse activa (kapitaalvoer) en beleggingen van Nederlands kapitaal in buitenlandse activa (kapitaalvoer). In het navolgende wordt een en ander nader onder de loep genomen.

De invoer van buitenlands kapitaal

Verkoop van Nederlandse effecten

In de jaren 1987 tot en met 1989 werd door het buitenland gemiddeld voor *f* 16 miljard per jaar in Nederlandse effecten belegd (tabel 1). Dit was bijna vier maal zoveel als gemiddeld in de zes daaraan voorafgaande jaren. Deze stijging had vrijwel geheel op obligaties betrekking. De belangstelling voor Nederlandse aandelen leefde alleen in 1989 sterk op. In de loop van 1990 nam de belangstelling van buitenlandse beleggers voor Nederlandse effecten scherp af. Deze grote wisselingen in het sentiment hingen, wat het obligatieverkeer betreft, primair samen met rente- en wisselkoersontwikkelingen en verwachtingen dienaangaande. De doorwerking van deze factoren op het verkeer met het buitenland in Nederlandse obligaties heeft in de afgelopen jaren aan kracht gewonnen. Daarvoor zijn twee oorzaken aan te wijzen.

Als eerste oorzaak voor de toegenomen invloed van rente- en wisselkoersontwikkelingen, kan de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer worden genoemd. Wereldwijd zijn restricties op het internationale kapitaalverkeer geleidelijk versoepeld of afgeschaft. Als gevolg hiervan zijn de verschillende nationale kapitaalmarkten in toenemende mate met elkaar verweven geraakt. Voor Nederland komt

* De auteur is adjunct-chef van de afdeling Betalingsbalansen van de Nederlandsche Bank.

1. Behalve het goederen- en dienstenverkeer maken ook de primaire inkomens (waaronder rente en dividenden en inkomensoverdrachten onder meer aan de EG en aan ontwikkelingslanden) deel uit van de lopende rekening. In de beschouwde periode resulteerde op het totaal van deze inkomensrekeningen een tekort. Dit werd evenwel ruimschoots gecompenseerd door het overschot in het goederen- en dienstenverkeer.

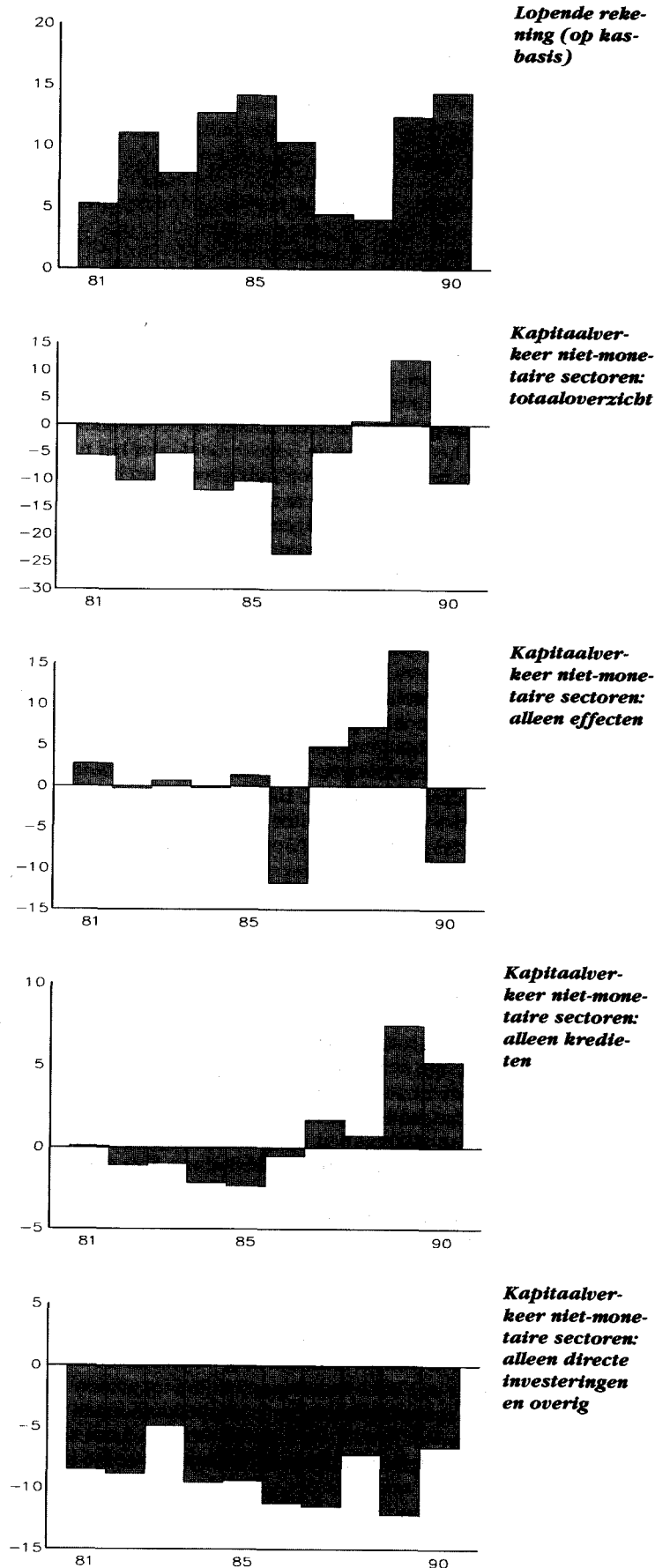
het effect hiervan onder meer tot uitdrukking in de explosieve stijging van de omzetten in het kapitaalverkeer met het buitenland. In 1981 bedroegen deze omzetten nog slechts 25% van die in het lopende verkeer. Nadien, en met name vanaf 1986, zijn ze evenwel explosief gestegen. In 1990 beliepen de omzetten in het kapitaalverkeer ruim 160% van die in het lopende verkeer.

Een tweede factor ter verklaring van de toegenomen invloed van rente- en wisselkoersontwikkelingen hangt samen met het feit dat buitenlandse beleggers vastrentend guldensp papier in de afgelopen jaren op grotere schaal hebben 'ontdekt'. Dat heeft enerzijds te maken met de kracht van de gulden als beleggingsvaluta. Internationale beleggers zijn de gulden steeds meer als een aantrekkelijk alternatief voor de Duitse mark gaan zien. Immers, tegenover een door beleggers nihil of in ieder geval zeer gering geacht wisselkoersrisico staat een rente die gemiddeld enkele tiende procentpunten hoger is. Anderzijds kwamen Nederlandse obligaties ook beter in de markt te liggen met de introductie, in 1986, van zogenoemde bulletleningen. Kenmerkend voor deze obligatieleningen is dat de aflossing ervan niet, zoals voorheen, over een aantal jaren gespreid is, doch in één keer plaatsvindt. Buitenlandse beleggers hebben een voorkeur voor deze leningvorm vanwege de internationale bekendheid ervan en de zekerheid die zij hebben omtrent het moment van aflossing. Dit komt ook tot uitdrukking in het aandeel dat buitenlanders hebben in de inschrijvingen op emissies van staatsobligaties: vanaf 1986 lag dat op gemiddeld 38% tegenover 22% in de vier daaraan voorafgaande jaren.

Hoezeer rente- en wisselkoersontwikkelingen, en verwachtingen daaromtrent, een rol spelen bij de grote buitenlandse belangstelling voor Nederlandse guldenswaarden kwam onder meer eind 1987 en begin 1988 tot uitdrukking. Een onder zware neerwaartse druk staande dollar maakte beleggingen in dollars toen onaantrekkelijk. Tegelijkertijd (oktober 1987) werd in Duitsland de invoering van een bronbelasting op rente-inkomen aangekondigd, waarop internationale beleggers op grote schaal uit marktenbeleggingen vluchtten. De belangstelling voor Nederlandse obligaties leefde onder deze omstandigheden sterk op. In het laatste kwartaal van 1987 en het eerste kwartaal van 1988 te zamen, kocht het buitenland in het beursverkeer per saldo voor f 17 miljard Nederlandse obligaties. In 1989 daarentegen, was de grote buitenlandse interesse, bij een zich aanvankelijk nog herstellende dollar, vooral toe te schrijven aan een daling van de lange rente in de Verenigde Staten en een tegengesteld beloop in Europa. Van de hierdoor uitgelokte grotere gerichtheid van de internationale kapitaalstroom op Europa profiteerden behalve marktenobligaties ook Nederlandse vastrentende waarden.

Begin 1990 kwam de lange rente in ons land boven die in de Verenigde Staten te liggen. Dat dit gewijzigde internationale rentebeeld niet resulteerde in aanhoudend hoge aankopen van Nederlandse obligaties hing vooral samen met renteverwachtingen. Hier wordt met name bedoeld op verwachtingen bij beleggers dat de realisering van een Duits-Duitse economische en monetaire unie tot rentestijging, en dus koersverlies, op zowel de Duitse als de Neder-

Figuur 1. Hoofdcomponenten van de Nederlandse betalingsbalans (miljarden gulden)



	Gemiddeld 1981-1986	1987	1988	1989	1990
Obligaties	3.102	12.218	18.169	12.102	1.581
Aandelen	1.425	-350	1.530	4.925	-5.004
Totaal	4.527	11.868	19.699	17.027	-3.423

	Gemiddeld 1981-1986	1987	1988	1989	1990
Lang krediet	259	2.074	1.658	6.913	6.504
Kort krediet	456	1.620	410	1.903	3.292
Totaal	715	3.694	2.068	8.816	9.796

Boven: tabel 1.
Verkopen
Nederlandse
effecten aan
het buitenland
(miljoenen gul-
dens)

Onder: tabel 2.
Krediet-
opname in het
buitenland
(miljoenen gul-
dens)

landse kapitaalmarkt zou kunnen leiden. Daarnaast speelde een rol dat de rentestijging, die inderdaad optrad, in Duitsland sterker was dan in ons land waardoor de relatieve aantrekkelijkheid van vastrentende guldenwaarden afnam. In de tweede helft van het jaar werd de onzekerheid over het toekomstige rentebelooft groter als gevolg van het ontstaan van oorlogsdreiging in de Perzische Golf. Buitenlandse beleggers reageerden hierop door Nederlandse obligaties te substitueren voor kortlopende guldendeposito's bij Nederlandse banken en door af te lossen op eerder opgenomen guldenkredieten. Ook Nederlandse aandelen raakten in 1990 uit de gratie van buitenlandse beleggers. Onder invloed van een verwachte afzwakking van de conjunctuur, een kentering in de winst- en afzetverwachtingen van met name grotere Nederlandse bedrijven en het aanzienlijk gestegen renteniveau, werd in 1990 door het buitenland voor f 5,0 miljard aan Nederlandse aandelen afgestoten. Het totale verkeer in Nederlandse effecten resulteerde daardoor, voor het eerst in veertien jaar, in afvloeiing van middelen naar het buitenland.

Kredietopname in het buitenland

De opname van krediet in het buitenland door Nederlandse bedrijven en financiële instellingen is lange tijd van zeer beperkte betekenis geweest. In de periode 1981-1986 werd gemiddeld niet meer dan f 0,7 miljard per jaar opgenomen. Daarna, en vooral in 1989, is het beroep op het buitenland fors toegenomen (tabel 2). Anders dan bij het verkeer in Nederlandse effecten bleef de toevloeiing van middelen in 1990 op een hoog niveau liggen. Hierbij ging het merendeels om opname van lang krediet. De vraag hiernaar was voor circa 60% afkomstig van de onroerend-goedsector en de luchtvaartsector, waarbij vermoedelijk een belangrijk deel incidenteel van aard was. Voor het overige kwam de vraag van financiële instellingen en de chemie.

Dat het beroep op lang buitenlands krediet zo sterk is toegenomen houdt verband met een aantal factoren. Allereerst is van belang dat het Zweedse beleggers in 1987 werd toegestaan om op grotere schaal op buitenlandse onroerend-goedmarkten te beleggen. Van deze mogelijkheid werd op grote schaal gebruik gemaakt. Daarbij richtte de Zweedse belangstelling zich voor een groot deel op Nederlands onroerend goed. Deze belangstelling werd onder meer gevoerd door het internationaal gezien aantrekkelijke prijsniveau op de Nederlandse onroerend-

goedmarkt en de verwachting van aantrekkende huurprijzen voor de beleggingsobjecten. Voorts speelde ook de gunstige economische ligging van Nederland een rol. Veel van de aankopen door Zweedse onroerend-goedmaatschappijen vonden plaats via in Nederland opgerichte dochtermaatschappijen. Voor de financiering van de aankopen namen deze dochtermaatschappijen lang krediet op in het buitenland. Dat juist buitenlandse financiering werd gezocht hield verband met renteverschillen. Deze zijn in belangrijke mate het uitvloeisel van fiscale wijzigingen die eveneens in 1987 van kracht werden. In internationale belastingverdragen van ons land met een aantal andere landen, waaronder Duitsland en Luxemburg², is bepaald dat rente-opbrengsten in deze landen op leningen waarmee aankopen van Nederlands onroerend goed zijn gefinancierd, belast mogen worden door de Nederlandse fiscus. Wijzigingen in de Nederlandse belastingwetgeving in 1987, welke vooruitliepen op aanpassingen in de internationale belastingverdragen, resulteerden er echter in dat de Nederlandse fiscus van dit recht op belastingheffing afzag. Het gevolg hiervan was dat de geldgevers in de betreffende landen over deze renteopbrengsten in het geheel niet meer belast werden. Daardoor konden zij leningen tegen uiterst concurrerende rentetarieven aanbieden. Dit verklaart dat een belangrijk deel werd geleend in Duitsland en Luxemburg. Het in Luxemburg opgenomen bedrag was vrijwel geheel afkomstig van daar gevestigde dochters van Zweedse banken. Opvallend is overigens dat ook een deel werd opgenomen bij banken in Zweden, een land waarvoor de genoemde fiscale faciliteit niet geldt. Vermoedelijk hebben Zweedse banken echter alleen gefungeerd als 'doorgeefluik' tussen uiteindelijke geldgevers in Luxemburg en Duitsland en de Nederlandse geldnemer. Naar valuta bezien werden vooral guldenkredieten opgenomen en, in veel geringere mate, markenkredieten.

Een tweede factor achter de gestegen lange kredietopneming is dat de luchtvaartsector in 1989 en 1990 een fors beroep op buitenlands krediet heeft gedaan ter financiering van uitbreiding en vervanging van de vloot. In de praktijk worden vliegtuigaankopen, vanwege de grote bedragen die ermee gemoeid zijn, vaak in de vorm van 'sale and lease back'-constructies gegoten. Daarbij worden gekochte toestellen doorverkocht aan een lease-maatschappij onder de voorwaarde dat deze de toestellen op basis van leasing voor een bepaalde tijd ter beschikking stelt aan de verkoper. Het merendeel van de transacties werd afgewikkeld in dollars, de in de vliegtuigbranche meest gebruikte financieringsvaluta.

Een derde factor ter verklaring van de toegenomen lange kredietopneming in het buitenland is van meer algemene aard: bedrijven en financiële instellingen werpen hun blik meer dan voorheen over de landsgrenzen heen. Bankieren in eigen land is minder vanzelfsprekend dan een aantal jaren geleden. Naast voortschrijdende ontwikkelingen op het gebied van telecommunicatie en een, mede daardoor, grotere gevoeligheid voor renteverschillen, zal ook

2. Naast de genoemde landen gaat het om de Nederlandse Antillen, Oostenrijk en Tsjechoslowakije.

het Europese integratieproces hierop van invloed zijn geweest.

Naast de lange kredietopneming in het buitenland is ook de opname van kort krediet de laatste jaren duidelijk toegenomen. In 1990 werd voor een bedrag van ruim f 3,0 miljard opgenomen. De korte kredietvraag was voor een belangrijk deel afkomstig van de elektrotechnische sector en van financiële instellingen. Ook hier speelden rentevershillen alsmede een in het algemeen toegenomen oriëntatie op het buitenland een rol. Naar schatting bedroeg de stand van het in het buitenland opgenomen kort krediet eind 1990 circa f 6 miljard.

De uitvoer van Nederlands kapitaal

Aankoop van buitenlandse effecten

In de belangstelling van Nederlandse beleggers voor buitenlandse effecten is geen duidelijke trend waar te nemen. Van jaar op jaar deden zich grote fluctuaties voor (tabel 3), die vooral in het teken stonden van rente- en wisselkoersontwikkelingen. Dit laat zich treffend illustreren voor de jaren 1988 en 1989.

Begin 1988 was de lange rente in Duitsland tot boven die in Nederland gestegen. De oorzaak daarvan lag in de aankondiging, in oktober 1987, van de invoering van een bronbelasting op rente-inkomen in Duitsland per 1 januari 1990. De invloed van deze bronbelasting werd, met andere woorden, in hogere rentetarieven verdisconteerd. Nederlandse beleggers kunnen de door de Duitse fiscus ingehouden bronbelasting echter terugvorderen op grond van het belastingverdrag van ons land met Duitsland ter voorkoming van dubbele belastingheffing. Voor hen vormde de Duitse rentestijging een prikkel om op grote schaal in Duitse obligaties te beleggen. Over 1988 als geheel kochten zij, via Frankfurt maar ook Londen, voor f 7 miljard aan markenobligaties, aanzienlijk meer dan in eerdere jaren. Toen begin 1989 bekend werd dat de net ingevoerde bronbelasting weer zou worden afgeschaft, en de Duitse lange rente weer onder die in Nederland kwam te liggen, stootten Nederlandse beleggers weer voor f 4 miljard aan markenobligaties af. Dit proces van afstotting kwam begin 1990, toen het lange rente-ecart met Duitsland was teruggelopen, tijdelijk tot stilstand. Later in dat jaar deden zich echter hernieuwde afstottingen voor, ditmaal vooral in verband met verwachtingen omtrent een rentestijging, en dus koersdaling, op de Duitse kapitaalmarkt als gevolg van de Duitse eenwording. De vraag verlegde zich toen naar obligaties in hoger rentende valuta, met name Franse frankenobligaties. Deze interesse zou, behalve met rente-aspecten en de standvastigheid van Frankrijk om zijn positie binnen het EMS te handhaven, ook verband kunnen houden met verwachtingen dat de Franse frank redelijk in de luwte van de perikelen rond de Duitse monetaire unie zou kunnen blijven.

Voor het verkeer in buitenlandse aandelen spelen behalve rente- en wisselkoersfactoren ook tal van andere factoren een belangrijke rol. Te denken valt bij voorbeeld aan de vooruitzichten ter zake van economische groei en, in het verlengde daarvan, winstverwachtingen van ondernemingen. Mede hierdoor vertoont het verkeer in aandelen een grilliger

Gemiddeld

	1981-1986	1987	1988	1989	1990
Obligaties	-5.183	-5.579	-10.436	3.656	-1.892
Aandelen	-599	-1.455	-2.022	-4.033	-3.741
Totaal	-5.783	-7.035	-12.458	-377	-5.634

behoop dan het obligatieverkeer. Desondanks duiden de cijfers erop dat bij de belangstelling van Nederlandse beleggers voor buitenlandse effecten het accent de afgelopen jaren wat meer op aandelen is komen te liggen. Over de periode 1987-1989 had gemiddeld per jaar genomen ruim een derde deel van de aankopen aan buitenlandse effecten op aandelen betrekking tegen circa 10% in de zes daaraan voorafgaande jaren. In 1990 trok de relatieve belangstelling nog verder aan. In dat jaar had van de aankopen van buitenlandse aandelen ad f 3,7 miljard maar liefst f 2 miljard betrekking op Japanse aandelen. Deze raakten na de forse koersdalingen aan het begin van het jaar, aantrekkelijk geprijsd.

Kredietverstrekking aan het buitenland

De kredietverstrekking aan het buitenland is steeds van relatief gering belang geweest. In de periode 1981-1986 werd via dit kanaal gemiddeld genomen circa f 1,5 miljard aan kapitaal uitgevoerd. Daarbij ging het in belangrijke mate om beleggingen in Australische hypotheeklen. De belangstelling hiervoor hield verband met fiscale regelingen die ertoe leidden dat de rente-opbrengst op deze hypothecaire leningen noch in Nederland noch in Australië werd belast. Nadat in 1987 een einde aan deze regelingen was gemaakt droogde de kapitaaluitvoer via kredietverstrekking vrijwel geheel op.

Slotbeschouwing

Uit het voorgaande is gebleken dat zich aan het eind van de jaren tachtig, bij aanhoudend grote overschotten op de lopende rekening, grote omslagen hebben voorgedaan in het kapitaalverkeer, die geconcentreerd waren in het effecten- en kredietverkeer. Deze omslagen stonden primair in het teken van rente- en wisselkoersfactoren. Door de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer is de doorwerking daarvan in het kapitaalverkeer met het buitenland toegenomen. Hoe de ontwikkelingen in de toekomst zullen zijn is een moeilijk te beantwoorden vraag. De gebeurtenissen op de financiële markten tijdens en vlak na de Golfoorlog hebben duidelijk gemaakt dat verwachtingselementen en geopolitieke factoren in toenemende mate van belang zijn geworden.

J.M.J. Jannink

Tabel 3. Aankopen buitenlandse effecten door Nederland (miljoenen gulden)