

Internationaal kapitaalverkeer

Auteur(s):

Scholten, L.J.R.

Werkzaam bij de vakgroep Financiering, Belegging en Accounting van de Rijksuniversiteit Groningen.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4205, pagina 393, 21 mei 1999

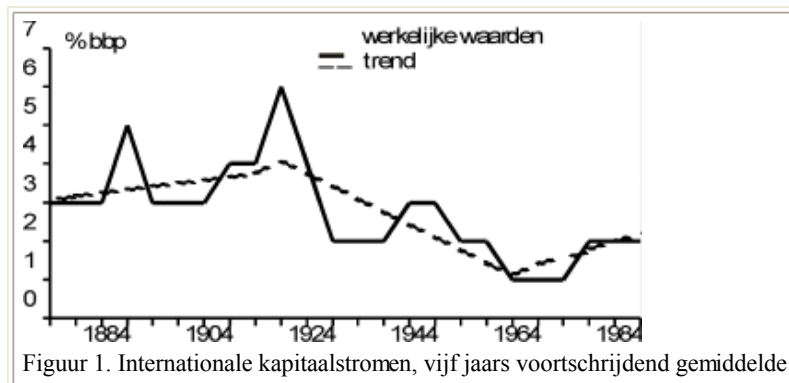
Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

globalisering

In de discussie over de globalisering van de economie wordt dikwijls verondersteld dat de hedendaagse nauwe relatie tussen economieën uniek is. Maar dat is de huidige internationale financiële integratie zeker niet. Met name in de periode tussen het midden van de vorige eeuw en de Eerste Wereldoorlog waren internationale kapitaalstromen omvangrijker dan vandaag de dag. Daarbij wordt de omvang van de kapitaalstromen gemeten aan de hand van de saldi op de lopende rekening van de betalingsbalans in relatie tot het bruto binnenlands product. In een recent onderzoek vergelijken Bordo, Eichengreen en Kim de voornoemde periode met de jaren negentig van de twintigste eeuw¹. [figuur 1](#) laat zien hoe het internationale kapitaalverkeer voor een groep van twaalf landen zich in de loop der tijd ontwikkelde². Uit de figuur blijkt overduidelijk de trendbreuk die WO I vormde in het internationale kapitaalverkeer. De figuur laat tevens zien dat de kapitaalstromen vóór deze oorlog relatief omvangrijker waren dan die in het post-Bretton Woods tijdperk. Het al dan niet uniek zijn van de huidige periode van integratie heeft gevolgen voor de beleidsreacties, met name die van de monetaire en financiële autoriteiten. Uniciteit leidt alras tot het idee van maakbaarheid, terwijl 'herhaling' het besef van beperktheid van de eigen mogelijkheden teweeg kan brengen.



Ook op de aard van de internationale financiering gaan de auteurs in. Ze onderzoeken de persistentie van betalingsbalansonevenwichtigheden en vinden dat deze ten tijde van de gouden standaard aanzienlijk groter was dan in de Bretton Woods periode en daarna. Verder vinden zij over de gehele periode een duidelijk omgekeerd U-vormig verloop van de correlatie tussen besparingen en investeringen. Zo'n correlatie duidt op de mate van discrepantie tussen de spaaroverschotten van landen. Als besparingen en investeringen sterk met elkaar correleren kan dat wijzen op een beperkte economische betekenis van het internationale kapitaalverkeer. Uit hun onderzoek naar rentever verschillen concluderen de auteurs dat de internationale markten in het huidige wisselkoersregime stabielere geïntegreerd zijn dan ooit.

Tenslotte signaleren Bordo, Eichengreen en Kim institutionele verschillen tussen de huidige periode van integratie en die van voor WO I. Zo verschillen de sectorale en de functionele samenstelling van het kapitaalverkeer. Werd voor de Eerste Wereldoorlog vooral belegd in overheidspapier of in ondernemingen die gegarandeerd werden door de overheid, zoals spoorwegen, nu is de private sector veel belangrijker. Internationale financiering was destijds veelal gericht op infrastructuur, mijnbouw, landbouw en transport, terwijl momenteel het hele spectrum van bedrijfsactiviteiten tot de bestemming behoort, dus ook de industrie- en dienstensector. Verder werd voor de Eerste Wereldoorlog vooral in internationale obligaties belegd en nauwelijks in buitenlandse aandelen. Nu is de verhouding obligaties-aandelen ongeveer 50/50. Ook lijken de beleggingen voor WO I veel beter verhandelbaar geweest te zijn dan de huidige. Dit wordt met name veroorzaakt door de zeer sterk toegenomen rol van de directe investeringen in het post Bretton Woods tijdperk.

De auteurs constateren al met al dat de internationale financiering in de tweede helft van de vorige eeuw relatief omvangrijker was, maar dat ze nu veelzijdiger is. De reductie van problemen die voortvloeien uit asymmetrische informatie met betrekking tot de resultaten van te financieren projecten en de kwaliteit en het gedrag van de geldnemer, speelt daarbij volgens hen een belangrijke rol. Helemaal bevredigend is deze verklaring niet, want de factoren die kapitaalverkeer belemmeren zijn niet zo gemakkelijk in te passen in het schema van informatieproblemen. Politieke bemoeienis met het kapitaalverkeer, de wijziging van wisselkoersregimes en de regulering van internationaal opererende bedrijven hebben een grote invloed op de ontwikkeling van het internationale kapitaalverkeer. Naast asymmetrische informatie verdienen dus zeker ook reguleringsproblemen een plaats in de theorie van de internationale financiële

intermediatie. Beleidsreacties op internationaal kapitaalverkeer moeten dan als endogene factor beschouwd worden en vormen dan een onlosmakelijk onderdeel van het proces van financiële integratie. Zo'n uitbreiding van de theorie kan wellicht in de toekomst een vollediger beeld geven van de beïnvloedbaarheid van internationale financiering.

1 M.D. Bordo, B. Eichengreen en J. Kim, Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today? *NBER Working Paper 6738*, september 1998.

2 Het betreft Argentinië, Australië, Canada, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Italië, Japan, Noorwegen, VK, VS en Zweden.