

Internationale gulden-emissies

Auteur(s):

Horst, F. van der
Vor, M.P.H. de

De auteurs zijn resp. werkzaam bij de afdeling Personeel en Organisatie, en Monetair en Economisch Beleid (MEB) van De Nederlandsche Bank. Dit artikel is gebaseerd op De opmars van de internationale emissiemarkt voor guldenobligaties: 1982-1995 van beide auteurs en is verkrijgbaar bij de afdeling Statistische informatie en rapportages.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4056, pagina 412, 1 mei 1996

Rubriek:

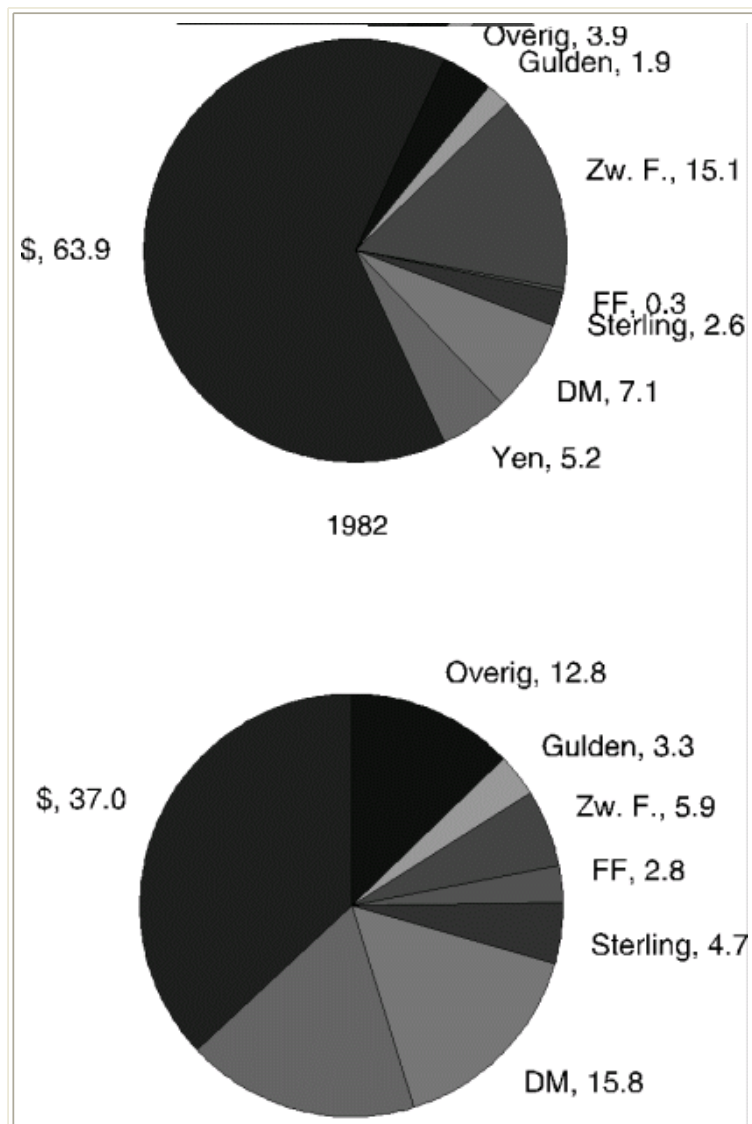
Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten

Ontwikkelingen op de emissiemarkt voor guldenobligaties, ontleend aan de emissiestatistiek van de Nederlandsche Bank.

De internationale emissies van obligaties hebben in de afgelopen jaren een hoge vlucht genomen. Deze stijgende lijn geldt ook voor de emissies van guldenobligatieleningen. Begin jaren tachtig was de emissie-activiteit betrekkelijk gering en werden de guldenobligaties nog grotendeels via Nederlandse banken of effectenhuizen aan binnenlandse beleggers verkocht. Vandaag de dag wenden Nederlandse emittenten zich echter op grote schaal tot internationale bankensyndicaten, die de guldenleningen voor een aanzienlijk deel op verschillende markten buiten Nederland plaatsen. Verder emitteren buitenlandse instellingen de laatste jaren vaker guldenobligaties en zijn ook de transacties via het beursverkeer (secundaire markt) met het buitenland in lang guldenpapier flink in omvang gegroeid. Eén en ander heeft er toe geleid dat het aandeel van de gulden op de internationale emissiemarkt is gestegen van 1,9% in 1982 tot 3,3% in 1995 (zie [figuur 1](#)). Ook andere valuta wonnen flink terrein, terwijl de dollar aanzienlijk heeft ingeleverd.



Figuur 1. Emissies van internationale obligatieleningen naar valuta in %

Achtergronden

Schuldencrisis

Bij het internationaliseringsproces van obligatiemarkten was een aantal factoren van belang. In reactie op de schuldencrisis van begin jaren tachtig, die de balansstructuren van het bankwezen ingrijpend had aangetast, verminderden de banken hun afhankelijkheid van de interbancaire markt door langlopende schuldtitels op de internationale kapitaalmarkt te emitteren. Daarnaast beperkten zij het kredietaanbod en gingen zich meer toeleggen op beleggingen in kapitaalmarktpapier. Op deze wijze slaagden de banken er in zowel hun liquiditeit als solvabiliteit te verbeteren en gaven zij de internationale obligatiemarkten een impuls.

Effectisering

Voorts begonnen in de Verenigde Staten in de jaren tachtig de federale overheid en grote bedrijven - in plaats van een beroep te doen op bankkrediet - verhandelbare kapitaalmarktstitels uit te geven, omdat deze meer spoorden met de preferenties van beleggers in landen met omvangrijke overschotten op de handelsbalans, zoals Duitsland en Japan.

Liberalisering

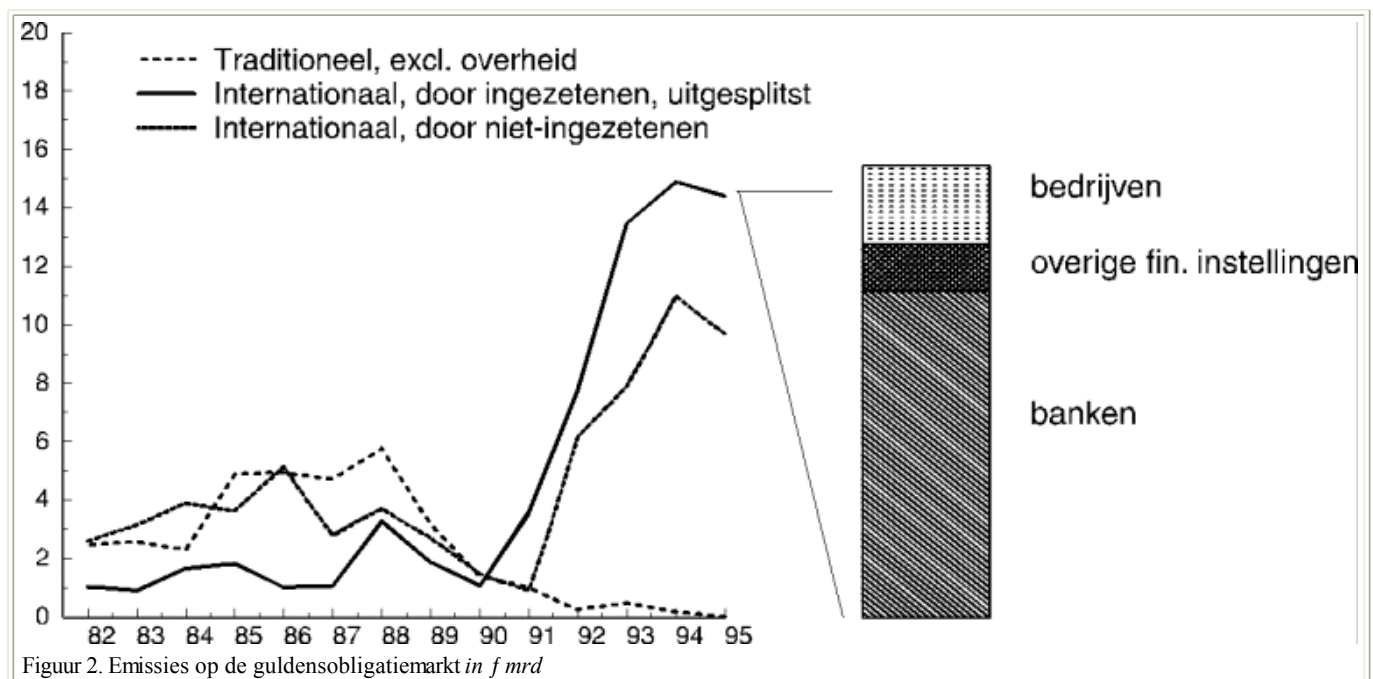
De internationale emissiemarkten werden vervolgens sterk gestimuleerd door de verregaande liberalisering van nationale vermogensmarkten en regelgeving voor de financiële infrastructuur, die in de jaren tachtig in een versnelling kwam. Hierdoor werd de toetreding van nieuwe en/of buitenlandse partijen op binnenlandse financiële markten mogelijk. Dit gold voor alle valuta, maar vooral voor de Japanse yen (zie [figuur 1](#)). Japan kende voorheen een zeer gesloten binnenlandse financiële sector.

Technologie

Nieuwe computertechnologie zorgde bovendien voor een aanzienlijke daling van informatie- en transactiekosten, waardoor de internationalisering van de obligatiemarkten ook in technisch opzicht mogelijk werd. Door telecommunicatie bijvoorbeeld werden de segmenten van de financiële markten met elkaar verbonden en kon 24 uur per dag in vele schuldtitels worden gehandeld.

Tegen deze achtergrond voltrok zich vanaf begin jaren negentig de expansie van de internationale emissie markt voor guldenobligaties, die deels ten koste ging van de emissies op de traditionele of binnenlandse obligatiemarkt. Op deze traditionele markt was het Rijk in de onderzochte periode veruit de grootste emittent. De laatste jaren hebben de overheidsleningen echter ook hun weg naar buitenlandse beleggers gevonden, waardoor het onderscheid met internationale emissies enigszins is vervaagd. Zo bedroeg volgens het Agentschap van het Ministerie van Financiën de deelname van het buitenland aan emissies van staatsobligaties in 1995 circa 50% tegen circa 37% in 1986.

De verschuiving van het traditionele segment naar het internationale segment komt scherp naar voren wanneer men bij de traditionele emissies de plaatsingen door de overheid buiten beschouwing laat ([figuur 2](#)). Tot en met 1988 groeide het bedrag aan traditionele emissies, waarna een forse en gestaag aanhoudende daling intrad en in 1995 werden zelfs helemaal geen traditionele guldenleningen meer door instellingen buiten de overheidssfeer uitgegeven.



Figuur 2. Emissies op de guldenobligatiemarkt in f mrd

Emissiepartijen

Niet-ingezetenen

Emissies door buitenlandse marktpartijen op de guldenobligatiemarkt hebben van oudsher een grote rol gespeeld, o.a. vanwege de behoefte om emissie-activiteiten over verschillende valuta's te spreiden en daarmee de financiële flexibiliteit te vergroten. Het totaal van dergelijke emissies bewoog zich in de periode van 1982 tot en met 1991 tussen circa f 1 en f 5 mrd, waarna een zeer forse stijging optrad tot f 11 mrd in 1994.

Met name het relatief lage Nederlandse renteniveau en ook de sterke positie van de gulden in het EMS waren stimulanzen. Vaak maakten de buitenlandse emittenten gebruik van een valutaswap, waarmee de guldenleningen werden geconverteerd in schuldverplichtingen in een andere valuta. Op deze wijze konden zij het risico, dat op termijn leningen in relatief hardere gulden zouden moeten worden terugbetaald, beheersen.

In het algemeen waren het banken en bedrijven die de buitenlandse belangstelling bepaalden op de guldenobligatiemarkt, maar ook buitenlandse overheden (bijvoorbeeld Oostenrijk en Zweden) plaatsten obligatieleningen in gulden. De meeste landen blijven er overigens de voorkeur aan geven om overheidsleningen in hun eigen, binnenlandse obligatiemarkt uit te geven. Op lange termijn wordt een liquide binnenlandse obligatiemarkt namelijk nuttiger geacht voor het aantrekken van buitenlandse beleggers dan het direct aftappen van buitenlandse besparingen op de internationale kapitaalmarkt.

Ingezetenen

In 1991 begon een forse stijging van door ingezetenen geplaatste internationale guldenleningen. De banken waren de meeste jaren veruit de grootste binnenlandse emittenten, hetgeen o.a. verband houdt met de matige groei van het spaargeld in de laatste jaren.

Het beroep van de overige financiële instellingen - voornamelijk hypotheekbanken, bouwfondsen, beleggingsinstellingen, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen - is in de meeste jaren ver achtergebleven bij dat van de banken, omdat deze instellingen hun middelen gebruikelijk op een andere wijze verkrijgen. Zo trekken beleggingsinstellingen hoofdzakelijk gelden aan door uitgifte van deelnemingsbewijzen (aandelen of participaties) en financieren hypotheekbanken en bouwfondsen zich via resp. pandbrieven en onderhandse leningen. Vervolgens vormen contractuele besparingen de hoofdbron voor de financiering van de fondsen, hoewel de laatste jaren vooral verzekeraars een toenemend beroep op de internationale obligatiemarkt hebben gedaan.

De emissie-activiteit van bedrijven is eveneens in de meeste jaren ver achtergebleven bij die van de banken. Voor veel bedrijven is naast interne financiering (winsthoudingen) het bankkrediet de gebruikelijke financieringsbron. In principe zijn alleen de grotere bedrijven met een rating in staat tot uitgifte van een obligatielening, hetgeen in nog sterkere mate geldt voor emissies op de eurokapitaalmarkt.

Instrumenten

Vaste rente

De vastrentende obligaties zijn veruit de belangrijkste schuldtitels op de internationale guldenobligatiemarkt. Lange tijd zijn de substitutiemogelijkheden tussen deze schuldtitels en bancaire kredieten beperkt geweest, maar met de opkomst in de jaren tachtig van de renteswap is hier verandering in gekomen. Door bij een emissie van een vastrentende obligatie tegelijkertijd een renteswap te verkopen waarbij periodiek de vaste rentebedragen tegen variabele rentebedragen worden geruild, kunnen onzekerheden uit hoofde van toekomstige rentebewegingen worden geëlimineerd. Een emittent kan zodoende bijvoorbeeld lange guldenmiddelen genereren tegen de interbancaire rente. Omdat de obligaties op de beurs verhandelbaar zijn is de liquiditeit groter dan van een bancair krediet, waardoor een lagere spread kan worden bedongen. Met name voor de gerenommeerde instellingen die tegen een betrekkelijk lage vaste rente obligaties kunnen uitgeven en op gunstige voorwaarden rentebedragen kunnen ruilen, is de met een renteswap gecombineerde vastrentende obligatielening een aantrekkelijk financieringsinstrument.

Variabele rente

Obligaties met een variabele rente ('floating rate notes'; frn's) nemen een bescheiden plaats in. Deze vermogenstitels met een couponrente die meestal twee maal per jaar wordt aangepast aan de marktrente kunnen eveneens worden beschouwd als substituten voor bancaire kredieten. Een belangrijk verschil tussen frn's en vastrentende obligaties is de hoge mate van koersstabiliteit. Immers, omvangrijke koersveranderingen door wijzigingen in de marktrente doen zich vanwege de regelmatige rente-aanpassingen bij frn's niet voor. Sedert 1986 zijn slechts 14 in gulden luidende frn's op de openbare markt uitgegeven. Dit geringe aantal emissies is vooral veroorzaakt doordat het voordeel (geringere koersschommelingen) van gulden-frn's voor beleggers ten opzichte van vastrentende guldenobligaties beperkt is vanwege de betrekkelijk stabiele lange guldenrente. Daarnaast kunnen emittenten als gevolg van de lage inflatie in Nederland en de sterke gulden relatief goedkoop obligaties met een vaste rente uitgeven, omdat slechts een overeenkomstig lagere risicopremie voor de te verwachte waardedaling van de schuldtitels hoeft te worden vergoed.

Implicaties

Efficiëntie

Voor de wat grotere bedrijven zijn bij hun investeringsbeslissingen niet langer afhankelijk van binnenlandse vermogensverschaffers, maar kunnen tevens putten uit middelen in het buitenland. Omgekeerd geldt dat binnenlandse beleggers meer mogelijkheden hebben om in te tekenen op emissies van niet-ingezetenen. Deze ontwikkelingen hebben geleid tot een verhoogde concurrentie en kostenreducties in de financiële sector, waardoor tevens het proces van financiële innovaties is gestimuleerd. Met de introductie van nieuwe typen obligaties zijn de mogelijkheden tot diversificatie van beleggingsportefeuilles groter geworden. Dit alles heeft de efficiëntie van de markt verhoogd.

Monetair beleid

De transacties met het buitenland in guldenobligaties kunnen door hun kwantitatieve betekenis een dominante invloed uitoefenen op de binnenlandse monetaire ontwikkeling. In 1993 vond uit hoofde van het obligatieverkeer een recordkapitaalimport plaats van bijna f 18 mrd. Dit hing samen met de valuta-onrust in het wisselkoersmechanisme van het EMS in 1993, toen beleggers de gulden en de Duitse mark als 'vluchthavenvaluta's' gebruikten. Voor landen met een vaste wisselkoersdoelstelling leiden de omvangrijke en beweeglijke kapitaalstromen tot een verminderde beheersbaarheid van de geldhoeveelheid en kan het monetaire beleid beter afgestemd worden op prijsvariabelen als de rente en de wisselkoers.

Disciplinerende werking

Van de internationale kapitaalmarkt gaat ook een disciplinerende werking uit. Zij stellen bijvoorbeeld bij tijd en wijle de geloofwaardigheid van een vaste wisselkoersdoelstelling op de proef, hetgeen van de monetaire autoriteiten een adequate inzet van het rente-instrument vergt. Ook de budgettaire autoriteiten worden door de financiële markten afgerekend. Illustratief was dat er in diverse Europese landen een positief verband bestond tussen de in 1994 opgetreden stijging van de rente op staatsobligaties en de omvang van de overheidstekorten en -schulden.

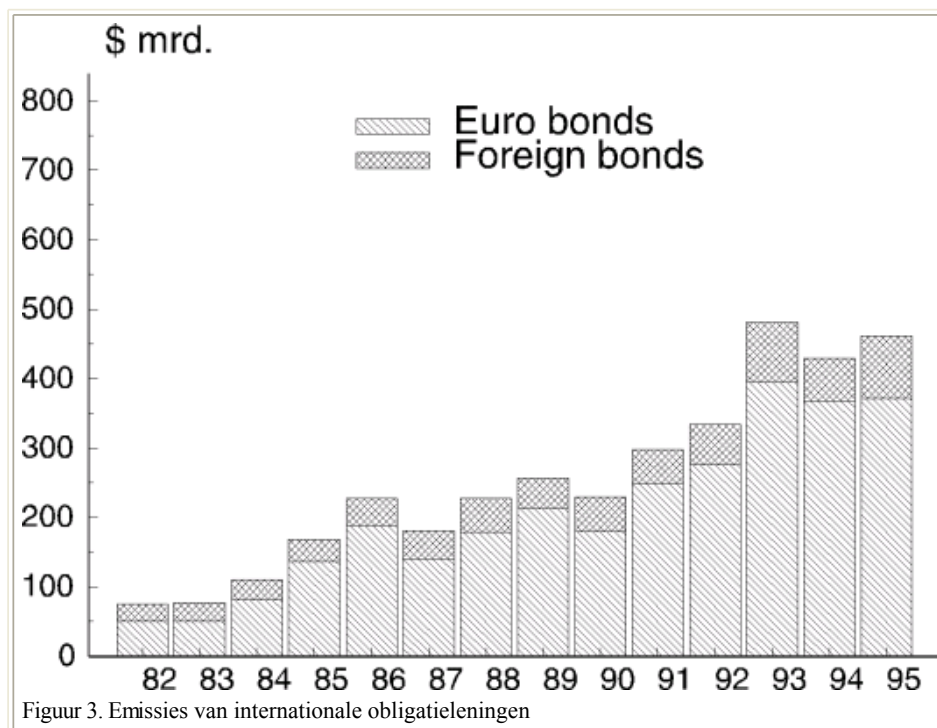
Volatiliteit

Daarnaast moeten bedrijven die zich via de internationale kapitaalmarkt willen financieren er op bedacht zijn dat buitenlandse marktpartijen grosso modo een actiever beleggingsbeleid voeren dan Nederlandse institutionele beleggers, hetgeen een hogere volatiliteit van de koersen met zich kan brengen.

Eurobonds en foreign bonds

Op de internationale obligatiemarkten vinden emissies plaats van eurobonds en foreign bonds. Een eurobond is een obligatielening die door een internationaal bankensyndicaat bij beleggers op diverse nationale markten wordt geplaatst. Meestal garanderen (underwriting) de deelnemers van het uitgevende bankensyndicaat de emissie-opbrengst onder de afspraak dat de schuldtitels niet onder een vooraf vastgestelde koers worden verkocht. Eurobonds zijn beursgenoteerd en de hoofdmoot van de handel bevindt zich in Londen en Luxemburg. Een foreign bond is een door een buitenlandse instelling op één nationale markt uitgegeven obligatie, geplaatst in de valuta en volgens de usances van het betreffende land. Een dollaremisse in de VS door een Nederlandse onderneming is een voorbeeld van een foreign bond. Een doorgaans uit Amerikaanse banken bestaand syndicaat verzorgt deze emissie en plaatst de stukken vooral bij Amerikaanse marktpartijen. Foreign bonds vormen een aanvulling op de binnenlandse obligatiemarkten en worden in het kapitaalmarktjargon aangeduid met kleurrijke namen zoals Yankee (dollar), Samurai (yen), Bull Dog (pond) en Rembrandt (gulden). De laatste jaren zijn door de toenemende integratie van de financiële markten de verschillen tussen beide typen obligaties sterk verminderd, waardoor in de praktijk het indelen niet altijd eenvoudig is. Bij de opstelling van statistieken wordt in de regel nauw aangesloten bij de criteria van het vakblad *International Financing Review*.

Uit [figuur 3](#) blijkt dat in de expanderende emissiemarkt van internationale obligatieleningen het aandeel van de eurobonds fors is toegenomen. De emissies op de euro-obligatiemarkt namen na de schuldencrisis van 1982/1983 sterk toe van \$ 50,3 mrd in 1982 tot \$ 187,7 mrd in 1986. In 1987 viel de emissie-activiteit terug onder invloed van oplopende rentestanden, onzekere valuta-ontwikkelingen en de beurscrisis in oktober. Daarna volgde een krachtig herstel, dat door de Golfoorlog in 1990 tijdelijk werd verstoord. Het beroep op de euro-obligatiemarkt bereikte in het uitbundige beursjaar van 1993 een recordhoogte van \$ 394,6 mrd, waarna in 1994 als gevolg van de wereldwijde stijging van de kapitaalmarktrente het emissievolume weer lager uitkwam (\$ 368,4 mrd). De emissies van foreign bonds vertoonden een meer gematigde stijging met neerwaartse correcties in 1989 en 1994, waardoor het aandeel in de totale internationale emissiemarkt afnam van 33,4% in 1982 tot 19,4% in 1995.



Figuur 3. Emissies van internationale obligatieleningen