

# Kapitaalexport

In het afgelopen jaar vloeide per saldo f. 21 mrd. via het particuliere kapitaalverkeer naar het buitenland. Dit is een voor naoorlogse begrippen ongekennd hoog bedrag. In dit artikel wordt nader ingegaan op de kapitaalexport. De auteur constateert dat er een aantal economische motieven aan de huidige ontwikkeling ten grondslag ligt. Naast een uitstroming van Nederlands kapitaal vindt er overigens nog steeds een aanzienlijke toestroming van buitenlands kapitaal plaats, hetgeen erop lijkt te wijzen dat het vertrouwen in onze economie niet in het geding is. Duidelijk is dat de omvang en flexibiliteit van ons internationale kapitaalverkeer sterk zijn toegenomen ten opzichte van het goederen- en dienstenverkeer. In andere geliberaliseerde landen was hier al eerder sprake van. De sterk toegenomen betekenis van marktkrachten (zoals relatieve valutakoersen, rentevoeten en vertrouwensfactoren) voor de uitkomst van de totale betalingsbalans is daarmee evident.

**DR. M. VAN NIEUWKERK**

## Kapitaalverkeer en betalingsbalans

Voordat ingegaan wordt op de feitelijke ontwikkelingen in het kapitaalverkeer met het buitenland, lijkt het nuttig eerst nog even een aantal methoden en begrippen uit de 'betalingsbalanswereld' op te frissen <sup>1)</sup>. Het gaat achtereenvolgens om de methode van boeken van de transacties, de verdeling van het kapitaalverkeer over de diverse onderdelen, het onderscheid tussen Nederlands en buitenlands kapitaal en tenslotte om het onderscheid tussen stromen en standen.

De eerste opmerking betreft de tautologische waarheid dat *als een land een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans heeft, het een kapitaalexport van exact dezelfde omvang heeft*. Evenzo brengt een tekort op die lopende rekening per boekhoudkundige definitie een even-grote kapitaalimport met zich mee. Een eenvoudig voorbeeld is dat van een Nederlandse exporteur die voor 1 miljoen Franse franken naar Frankrijk exporteert en de opbrengsten laat bijschrijven op zijn franken-rekening in Parijs. In de betalingsbalans wordt deze transactie geboekt als enerzijds een exportontvangst en anderzijds een uitvoer van kort Nederlands particulier kapitaal naar Frankrijk vanwege een toeneming van daar aangehouden tegoeden. In de praktijk zal het vaker voorkomen dat de exporteur niet zelf een rekening in Parijs heeft, maar zijn binnenlandse bank wel. De franken worden dan in Parijs op de rekening van de bank gestort ten gunste van de Nederlandse exporteur, die het bedrag in Nederland in gulden krijgt bijgeschreven op zijn plaatselijke bankrekening. De kapitaaluitvoer heeft nu niet via het particuliere verkeer, maar via het bancaire kapitaalverkeer plaatsgevonden door een toeneming van het nostro-tegoed van de bank uit Nederland. De binnenlandse geldhoeveelheid is toegenomen met de waarde van de exportopbrengst, als gevolg van de 'verkoop' door de exporteur van de vreemde valuta aan de bank. Ten slotte is nog denkbaar dat de betreffende bank de franken in bepaalde omstandigheden helemaal niet wil hebben, maar ze bijvoorbeeld tegen interventieprijzen aan de Nederlandsche Bank verkoopt. De tegenpost van de exportontvangst is dan terug te vinden in een toeneming van de officiële reserves. De geldmarkt is met het guldenbedrag van de interventie verruimd.

De tweede opmerking vooraf gaat over de vraag *welk mechanisme bepaalt of de lopende overschotten via het particuliere kapitaalverkeer, via het bankenverkeer of via de officiële reserves 'geëxporteerd' worden*. Ziet men af van allerlei structurele en institutionele factoren, dan zou men de werking van dit mechanisme sterk versimpeld als volgt kunnen uitleggen <sup>2)</sup>. Het saldo op lopende rekening van de betalingsbalans is op te vatten als een spiegel van het bestedingsevenwicht van de niet-monetaire sectoren, dat wil zeggen de particuliere sector en de overheidssector. Een overschot op de lopende rekening met het buitenland betekent dat die sectoren meer goederen en diensten aan het buitenland leveren dan zij afnemen. Bestaat er zo'n 'onevenwichtigheid' met het buitenland, dan zouden deze sectoren die via het kapitaalverkeer kunnen recht-trekken via compenserende kapitaalstromen. In de praktijk gaat het daarbij dan in hoofdzaak om *lange* kapitaalstromen. Om die reden kan men het saldo van het niet-monetaire kapitaalverkeer zien als een spiegel van het binnenlandse kapitaalmarkt-evenwicht. Evenwicht in die zin dat op de kapitaalmarkt een rentepeil ontstaat dat past bij de vraag- en aanbodverhoudingen op de kapitaalmarkt, met inbegrip van een dusdanige niet-monetaire kapitaaluitvoer of -invoer dat het overschot of tekort op de lopende rekening zoveel mogelijk wordt gecompenseerd <sup>3)</sup>. Is het nu zo dat het totale betalingsbalanssaldo van de niet-monetaire sectoren een tekort vertoont, dan indiceert dit dat het binnenlandse lange rentepeil dat past bij een voldoende compenserend kapitaalverkeer, te laag is. De betalingsbalans vertoont dan een gat, met alle gevolgen vandie voor het geld- en valutamarkt-evenwicht. De niet-monetaire sectoren blijken hierdoor immers een tekort aan

\* De auteur is hoofd van de afdeling Betalingsbalansen van de De Nederlandsche Bank N.V.

1) Zie ook DNB-Monografie nr. 7: *De betalingsbalans van Nederland: methoden, begrippen en gegevens* (1946-1985), Kluwer, Deventer, 1987.

2) Zie voor een meer uitgebreide behandeling G.A. Kessler, *Monetair evenwicht en betalingsbalansen-evenwicht*, Stenfert Kroese, Leiden, 1958, en M. van Nieuwkerk, *De financiering van het betalingsbalanstekort*, in: *Zoeklicht op beleid*, Stenfert Kroese, Leiden 1981

3) Vergelijk J. Zijlstra, *Gematigd monetarisme*, Stenfert Kroese, Leiden, 1985, onder andere Algemeen Overzicht 1980.

vreemde valuta te hebben en deze valuta moet worden gekocht bij het bankwezen. Een aankoop die ten laste van de guldensteegoeden van deze sectoren gaat en daarmee de binnenlandse liquiditeitsmassa pro tanto vermindert.

De financiering van het deviezentekort door het bankwezen geschiedt in de vorm van een afneming van het netto buitenlands actief van het bankwezen. Dat vereist echter wel een geldmarktrente die hoog genoeg is om buitenlanders ertoe te brengen gulden aan te houden bij Nederlandse banken. Dit betekent met andere woorden dat de geldmarktrente de kar van de compenserende kapitaalstroom moet trekken, aangezien dat via de kapitaalmarktrente niet gelukt is. Indien deze compensering desondanks toch niet of niet volledig plaatsvindt, dan zal de financiering dienen plaats te vinden in de vorm van officiële interventies. Anders gezegd: het bankwezen koopt de deviezen bij de centrale bank. Dat impliceert dat de geldmarktrente alsnog oploopt, aannemend dat de centrale bank het geldmarktverkrappende effect van haar interventies niet zonder meer compenseert 4).

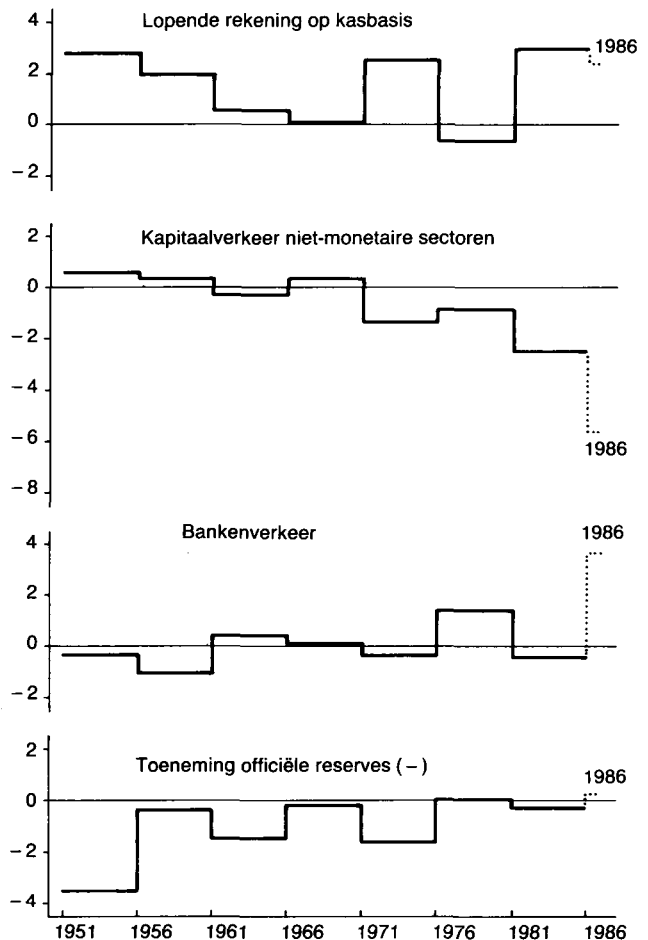
De derde opmerking vooraf betreft het begrip *kapitaal-export*. Het kapitaalverkeer dat in figuur 1 is weergegeven, is het saldo van de kapitaaluitstroming uit en de toestroming naar Nederland. De uitstroming kan zowel optreden doordat Nederlanders in het buitenland beleggen, als doordat buitenlanders beleggingen uit Nederland terugtrekken. Evenzo kan de toestroming plaatsvinden door buitenlandse beleggingen in Nederland maar ook door Nederlandse terugtrekkingen uit het buitenland. Om een en ander uit elkaar te houden, wordt in de betalingsbalans een onderscheid gemaakt tussen *Nederlands* kapitaal, dat in buitenlandse activa is belegd of geïnvesteerd, en *buitenlands* kapitaal dat in Nederlandse activa is neergeslagen. In de navolgende analyses zal dit onderscheid aangehouden worden.

De vierde opmerking betreft het onderscheid tussen *stromen en standen*. Hoewel het bij de in figuur 1 gepresenteerde cijfers om betalingsbalansstromen gaat, mogen de onderliggende 'voorraden' uiteraard niet uit het oog verloren worden. In dit verband is het bijvoorbeeld van belang te constateren dat de totaal belegde bedragen van Nederlandse beleggers in de vele honderden miljarden gulden lopen, zodat met rendementsopbrengsten en aflossingen enorme bedragen gemoeid zijn. En dan is nog niets gezegd over de kapitaalstromen die voortvloeien uit enkele procenten portefeuilveranderingen, bij voorbeeld door een aandachtsverschuiving van binnenlandse naar buitenlandse markten. Een en ander geldt te meer in een klimaat van vandaag de dag waarin de mobiliteit en flexibiliteit van het internationale kapitaalverkeer sterk is toegenomen. Forse fluctuaties in het kapitaalverkeer met het buitenland kunnen hierdoor teweeggebracht worden. Dit geldt uiteraard niet alleen voor de Nederlandse beleggingen maar ook voor de buitenlandse beleggingen, waarvan de 'voorraad' vanzelfsprekend nog veel groter is dan die van Nederland. Van deze buitenlandse voorraad was eind 1985 zo'n f. 125 mrd. in ons land belegd 5).

## Het kapitaalverkeer na de tweede wereldoorlog

Na deze inleidende opmerkingen wordt verder ingegaan op figuur 1. In deze figuur is de ontwikkeling van de hoofdcomponenten van de Nederlandse betalingsbalans op kasbasis vermeld vanaf 1950 6). De figuur laat zien dat de overschotten in de jaren vijftig aanvankelijk vooral werden 'geëxporteerd' via een toeneming van de officiële reserves. Het sterk gereguleerde betalingsverkeer met het buitenland zal daaraan niet vreemd zijn geweest. Met het vrij worden van dit verkeer wordt de rol van het bancaire en het niet-monetaire kapitaalverkeer allengs belangrijker. In de tweede helft van de jaren zeventig vervulde vooral het bankwezen een compenserende rol. In de eerste helft van de jaren tachtig heeft het niet-monetaire kapitaalverkeer de lopende overschotten vrijwel geheel gecompenseerd.

Figuur 1. Hoofdcomponenten van de Nederlandse betalingsbalans, vijfjaarsgemiddelden in % van het nationale inkomen



penseerd. Daarbij lijkt er vooral in de jaren zeventig een trend te zijn ingezet naar een grotere afvloeiing. Het jaar 1986 laat per saldo een recorduitstroming van niet-monetair kapitaal zien van bijna 6 procent van het nationale inkomen, ofte wel f. 21,5 mrd. Deze uitstroming was dusdanig groot dat het – toch niet geringe – overschot in de lopende sfeer onvoldoende was om haar te 'financieren'. Dit betekende dat de monetaire sectoren en wel in het bijzonder het bankwezen voor de compenserende kapitaalimport moesten zorgdragen.

Het is de vraag in hoeverre de ontwikkelingen in het niet-monetaire kapitaalverkeer worden veroorzaakt door een grotere export van Nederlands kapitaal, dan wel door een geringere import van buitenlands kapitaal. Figuur 2 geeft daar informatie over. De netto uitstroming van Nederlands kapitaal blijkt na de oorlog schoksgewijs te zijn toegenomen. De belangrijkste component is vrijwel steeds de directe investeringen geweest, waar in feite kan worden gesproken van een structurele ontwikkeling 7). Na het midden van de jaren zeventig is de uitstroming via het overige Nederlandse kapitaal belangrijker geworden. Dit hield vooral verband met toegenomen kredietverlening en aan-

4) Vgl. A. Szász, De ruimte voor rentedaling, *ESB* 28 januari 1987.

5) M. van Nieuwkerk, De internationalisering van de Nederlandse economie, *ESB*, 12 november 1986, blz. 1089

6) Voor de duidelijkheid is gekozen voor een presentatie op kasbasis. Het verschil tussen de lopende rekening op kasbasis en op transactiebasis is de post 'Niet-geregistreerd kort handelskrediet en statistische verschillen'.

7) Zie voor meer informatie over de achtergronden van de ontwikkeling van de directe investeringen DNB-Monografie nr. 4: *De internationale investeringspositie van Nederland*, Kluwer, Deventer, 1985.

Tabel 1. Export van Nederlands kapitaal door niet-monetaire sectoren, in mrd. gld.

	1984	1985	1986
Effectenaankopen	3,0	7,0	16,5
Overig kapitaalverkeer	14,0	16,5	14,5
Totaal	17,0	23,5	31,0

kopen van buitenlands onroerend goed. De export van Nederlands kapitaal via het effectenverkeer heeft in de jaren zeventig en tachtig nogal wat schommelingen te zien gegeven, die mede verband hielden met de accommodering van het lopende verkeer. In 1986 is echter sprake van een ongekend forse uitschieter; de totale netto export van niet-monetair kapitaal kwam daardoor in dat jaar uit op 8 procent van het nationale inkomen, of f. 31 mrd. (vgl. tabel 1).

Tegenover de afvloeiing van Nederlands kapitaal stond een aanhoudende toestroming van *buitenlands* kapitaal naar de niet-monetaire sectoren. In de jaren zeventig en tachtig is sprake van een gemiddeld vrij constante toestroming van ruim 2 procent van het nationale inkomen. Binnen deze toestroming is de rol van de directe investeringen teruggelopen, zij het dat 1986 een hogere uitkomst dan vele jaren ervoor laat zien. De betekenis van het veelal accommoderende verkeer in (Nederlandse) effecten is aanzienlijk binnen het niet-monetaire verkeer. In totaal beliep de import van buitenlands kapitaal door de niet-monetaire sectoren 2,5 procent van het nationale inkomen, ofte wel f. 9,5 mrd. (vgl. tabel 4).

Per saldo beliep de afvloeiing via het kapitaalverkeer van deze sectoren in 1986 derhalve (31 - 9,5 =) f. 21,5 mrd.

## De export van Nederlands kapitaal in 1986

De export van Nederlands kapitaal door de niet-monetaire sectoren ten bedrage f. 31 mrd. betekende een groei van meer dan dertig procent ten opzichte van het jaar ervoor en bijna een verdubbeling ten opzichte van 1984 (tabel 1). Deze groei blijkt geheel te kunnen worden toegeschreven aan de zeer sterk toegenomen aankopen van buitenlandse effecten door Nederlandse ingezetenen.

De geschiedenis van de Nederlandse beleggingen in buitenlandse effecten is lang en rijk. Eeuwenlang kon over Nederland gesproken worden als een renteniersnatie. Na de tweede wereldoorlog is echter een duidelijke breuk met het verleden opgetreden 8). Aanvankelijk werd toen zelfs effectenkapitaal gerepatriëerd, zoals figuur 2 illustreert. In de tweede helft van de jaren vijftig kwamen de Nederlandse aankopen van buitenlandse effecten echter weer meer en meer op gang, waarbij een voorlopig hoogtepunt werd bereikt in de eerste helft van de jaren zeventig. Het accent van de aankopen had tot dan toe vooral op buitenlandse *aandelen* gelegen. De gecumuleerde cijfers vanaf 1967 (toen de splitsing tussen aandelen in obligaties voor het eerst gemaakt werd in de betalingsbalans) tot en met 1975

illustreeren dit: van de f. 11,5 mrd. aan gecumuleerde aankopen van buitenlandse effecten had niet minder dan f. 10 mrd. betrekking op aandelen. Daarna deed zich een duidelijke ommekeer voor, en wel in die zin dat daarna vrijwel ononderbroken buitenlandse aandelen door Nederlandse beleggers werden afgestoten. In 1985 was daardoor blijkens tabel 2 het na 1967 opgebouwde 'bezit' aan buitenlandse aandelen meer dan gehalveerd 9). Op de achtergronden van deze ontwikkelingen is elders nader ingegaan, zodat hier volstaan wordt met te vermelden dat vooraf een verschuiving in de Nederlandse beleggersvoorkeur optrad. Onder invloed van gewijzigde rente-, prijs- en valutaverhoudingen verschoof deze voorkeur allereerst naar binnenlandse en buitenlandse obligaties, terwijl daarnaast ook andersoortige 'beleggingen' zoals onroerend goed en directe investeringen toenamen 10).

Opvallend is de mate waarin de Nederlandse beleggers in 1986 hun *aandelen* bezit weer op het 'niveau' van 1975 hebben gebracht, neerkomend op ruim een verdubbeling ten opzichte van 1985. Daarnaast hebben zij het veel omvangrijker bezit aan buitenlandse *obligaties* in 1986 met circa 50 procent uitgebreid tot een cumulatief totaal van f. 33 mrd. Voor deze ontwikkeling zijn zes oorzaken te noemen, die juist in combinatie sterk werken. Het betreft vier zo te noemen *stuwkrachten* en twee zo te noemen *trekkrachten* van de kapitaalexport.

Ten eerste is de geldschepping in de afgelopen jaren in Nederland dermate groot geweest dat deze ruimschoots de behoefte uit transactie-overwegingen overtrof, hetgeen resulteerde in een omvangrijke stijging van de liquiditeitsquote. Op zich zelf gaat hiervan een stuwende kracht uit op de export van kapitaal.

Ten tweede hebben de institutionele beleggers in Nederland in absolute bedragen jaarlijks flink wat te beleggen. Zo kregen zij in 1986 naar schatting f. 45 mrd. binnen. Hiervan kwam ruim f. 16 mrd. uit premies en de rest uit opbrengsten van hun vermogen, dat inmiddels tot rond de f. 400 mrd. is gestegen. Na aftrek van uitkeringen en kosten blijft zo'n f. 35 mrd. over voor beleggingen.

In het verlengde hiervan ligt de derde stuwkracht. Uit opeenvolgende enquêtes van Bank Mees & Hope onder institutionele beleggers is gebleken dat het een algemeen beleidsuitgangspunt van deze beleggers is om het belang uit te bouwen. Bij aandelen zou het bij voorbeeld gaan om een *uitbreiding tot meer dan 10% van de portefeuilles*. Met enkele procenten verschuiving zijn zeer grote absolute bedragen gemoeid.

Een vierde factor is de beoordeling van het Nederlandse beursklimaat. Van verscheidene kanten bleek in 1986 dat grote beleggers de Nederlandse aandelenbeurs voldoende

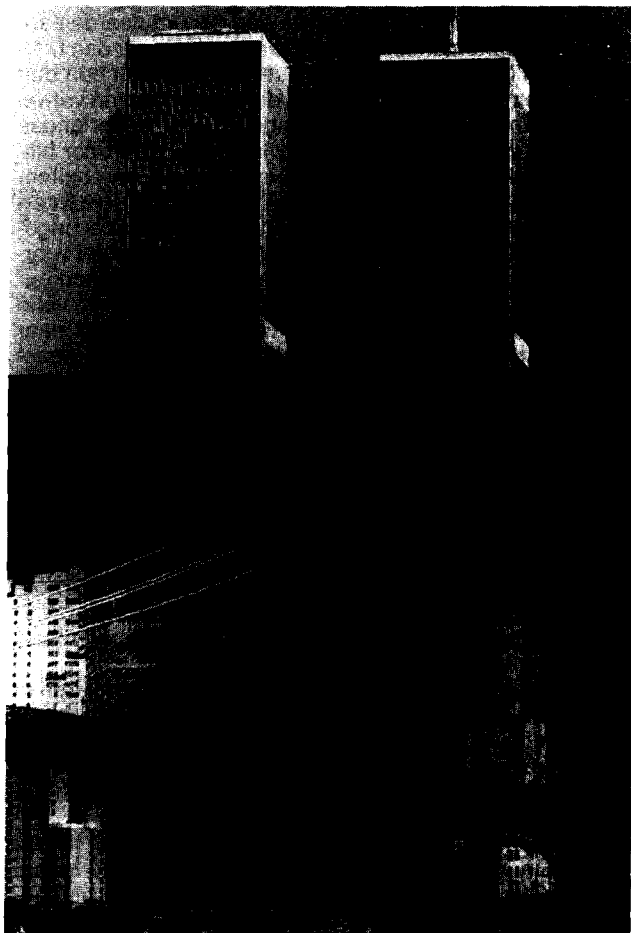
8) Van Nieuwkerk, op. cit., blz. 1088-1093

9) Uiteraard zijn deze gecumuleerde bedragen slechts indicatief voor het 'bezit' aan buitenlandse effecten in Nederlandse handen: de aankopen voor 1967 zijn niet meegeteld en er is geen rekening gehouden met valuta- en effectenkoersveranderingen van de 'voorraad'. (Deze veranderingen worden immers conform internationale voorschriften niet in de betalingsbalansstromen opgenomen.) Het gaat dan ook vooral om de richting van de veranderingen. Een DNB-enquête naar o.m. de geografische uitsplitsing van de Nederlandse portefeuilles aan buitenlandse effecten is onder handen.

10) Zie: Het internationale effectenverkeer van Nederland, Kwartalbericht DNB, 1984, nr. 2, blz. 15-26.

Tabel 2. Gecumuleerde aankopen van buitenlandse effecten sinds 1967, in mrd. gld.

	Aandelen			Obligaties			Totaal		
	1975	1985	1986	1975	1985	1986	1975	1985	1986
Bondsrepubliek Duitsland	0,8	0,7	2,1	-0,3	0,4	3,1	0,6	1,0	5,2
Verenigd Koninkrijk	0,6	1,5	2,2	-0,2	1,9	5,5	0,4	3,3	7,7
Overig EG	0,6	0,8	1,1	0,2	7,0	7,7	0,8	7,9	8,8
Verenigde Staten	6,0	1,1	3,9	0,9	2,4	3,4	6,9	3,5	7,3
Japan	0,9	0,7	1,1	0,2	1,5	0,3	1,2	2,2	1,4
Overig	1,1	0,1	0,1	0,5	8,8	12,9	1,6	9,0	13,0
Totaal	10,0	4,8	10,6	1,4	22,1	32,8	11,4	26,9	43,4



New York, al eeuwenlang een goed heenkomen voor Nederlands kapitaal (foto ANP)

de gewaardeerd vonden en geen verdere grote opleving verwachtten. Daarnaast was voor wat betreft de obligaties het aanbod van binnenlands lang papier relatief beperkt, met gevolgen voor het lange-renteverschil met het buitenland. Hieruit vloeide een relatieve verschuiving van beleggingen voort naar zowel buitenlandse aandelen als obligaties.

Een vijfde factor – maar dan een met het karakter van trekkracht – was de zeer sterke koersdaling van de valuta van twee van de grootste beleggerslanden: de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Dit heeft twee aspecten. Een daling van de valuta maakt het te verwerven bezit goedkoper. Een aanhoudende daling van de valuta brengt daardoor onmiskenbaar het moment dichterbij waarop buitenlanders in beleggingswaarden in deze valuta stappen. Daarnaast geldt dat mag worden verwacht dat de daling van de valutakoers gepaard gaat met een relatieve toeneming van de concurrentiekracht van het lokale bedrijfsleven en daarmee met een verbetering van het beursklimaat in de deprecieërende landen.

Ten slotte kan ook als een trekkracht beschouwd worden dat in een aantal ons omringende landen grote en aantrekkelijke emissies plaatsvonden, nu ook van aandelen. Dit was bij uitstek de gelegenheid om de gewenste internationale spreiding te verbeteren; een wens die tot dan toe was opgezouten. Privatisering en liberalisering hebben daarbij duidelijk katalyserend gewerkt.

## Geografie

Voor de hand ligt dat vooral de trekkrachten het geografische vizier van de kapitaalexport bepalen. In het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten breidden zich zowel de aankopen van aandelen als van obligaties uit; in totaal bedroeg de toeneming alleen al in deze twee landen

Tabel 3. Aankopen van buitenlandse effecten naar categorie beleggers, in mrd. gld.

	Buitenlandse aandelen		Buitenlandse obligaties		Totaal	
	1985	1986	1985	1986	1985	1986
Geldscheppende instellingen	-0,1	0,1	2,7	2,2	2,6	2,3
Levensverzekeringsmijnen	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,5
Particuliere pensioenfondsen	1,1	1,5	0,5	2,6	1,6	4,1
ABP	—	—	0,2	0,4	0,2	0,4
Overig	-0,9	4,0	3,2	5,2	2,3	9,2
<b>Totaal</b>	<b>0,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>10,7</b>	<b>7,0</b>	<b>16,5</b>

ruim f. 8 mrd. Bovendien vonden belangrijke aankopen in de Bondsrepubliek plaats. Het fundamentele vertrouwen in de Duitse economie was hierbij een gegeven. De aantrekkingskracht van de Duitse aandelenbeurs werd daarbij versterkt door een grotere emissie-activiteit van het Duitse bedrijfsleven. Illustratief in dit verband is dat de waarde van de binnenlandse aandelenemissies in dit land zich in 1986 tot f. 16,5 mrd. verdrievoudigd had ten opzichte van 1984. Ook het beleggen in Duitse obligaties was aantrekkelijk, gegeven het lange-renteverschil met Nederland, dat historisch gezien aan de lage kant was. De impuls die van dit relatief lage lange verschil uitging, werd nog versterkt door het relatief hoge korte rente-écart tussen de twee landen – een uitkomst die overigens niet los kan worden gezien van de ontwikkelingen in de lange sfeer. Vanwege de uit het korte écart voortvloeiende agio van de mark op termijn kon immers nog eens een extra aantrekkelijk rendement worden gerealiseerd door merken op termijn te verkopen<sup>11)</sup>. Hoewel de aandelenbeurs in Japan nog enigszins bleef trekken, werd in de obligatiesfeer duidelijk winst genomen na de sterke stijging van de yen en van de obligatiekoersen. Binnen de groep 'overig' stegen vooral de obligatie-aankopen in Australië.

## Houderschap

Ten slotte de vraag welke categorieën beleggers de groei van f. 16,5 mrd. effectenaankopen in het buitenland voor hun rekening hebben genomen. In tabel 3 is een indeling gegeven. Twee kanttekeningen zijn daarbij belangrijk. Aangezien de indeling naar categorie beleggers niet rechtstreeks aan de betalingsbalansstatistiek is te ontleunen, zijn diverse andere bronnen geraadpleegd. Hierdoor heeft de indeling noodzakelijkerwijs een globaal karakter<sup>12)</sup>. Voorts zijn volgens betalingsbalansvoorschriften ook de eigen effectenbeleggingen van de banken begrepen in het effectenverkeer met het buitenland, zodat deze groep ook in de tabel voorkomt.

De aankopen in 1986 ten bedrage van f. 16,5 mrd. blij-

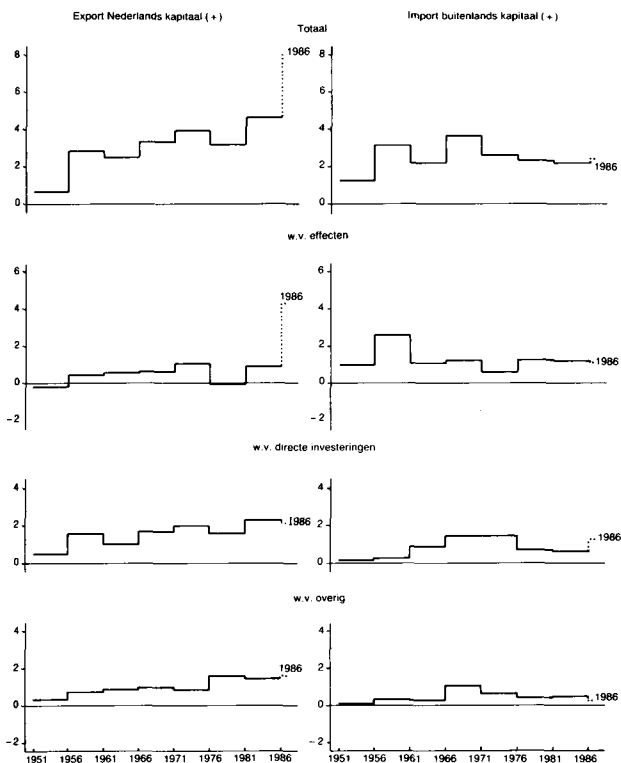
11) Vgl. verslag Rorento 1985/1986.

12) De gegevens m.b.t. de eerste vier categorieën zijn ontleend aan de monetaire statistieken; mutaties in de standen zijn wissel- en beurskoersvrij gemaakt om ze te kunnen vergelijken met de betalingsbalansgegevens voor het totaal. De categorie Overig is als restpost bepaald.

Tabel 4. Import van buitenlands kapitaal door niet-monetaire sectoren, in mrd. gld.

	1984	1985	1986
Effectenverkoop	2,5	8,6	4,2
Overig kapitaalverkeer	1,7	2,8	5,2
<b>Totaal</b>	<b>4,2</b>	<b>11,4</b>	<b>9,4</b>

**Figuur 2. Kapitaalverkeer niet-monetaire sectoren, vijf-jaarsgemiddelden in % van het nationale inkomen**



ken vooral voor rekening te komen van de gezamenlijke institutionele beleggers (f. 5 mrd.) en de groep 'overig' (ruim f. 9 mrd.). Binnen de groep institutionele beleggers breiden vooral de particuliere pensioenfondsen hun bezit aan buitenlandse effecten uit. Het accent lag daarbij vooral op obligaties. De groep 'overig' omvat onder meer beleggingsmaatschappijen, effecteninstellingen, bedrijven en particulieren. De ontwikkeling bij deze restgroep wordt allereerst bepaald door de eerder gesignaleerde omslag van afstotingen in 1985 naar aankopen van buitenlandse aandelen in 1986, vooral die uit de Verenigde Staten. Daarnaast stegen hun aankopen van buitenlandse obligaties tot ruim f. 5 mrd.

### De import van buitenlands kapitaal in 1986

Na de aandacht die geschonken is aan de export van Nederlands kapitaal door de niet-monetaire sectoren, is ook nog een korte blik gewenst op de import van kapitaal door deze sectoren. Blijkens tabel 4 is deze import in 1986 met f. 2 mrd. teruggelopen tot f. 9,5 mrd. Deze vermindering was geheel gelokaliseerd bij de buitenlandse aankopen van Nederlandse effecten. De toestroming van buitenlands kapitaal via het overige kapitaalverkeer gaf daarentegen bijna een verdubbeling te zien, vooral vanwege hogere buitenlandse directe investeringen in onze olie-industrie.

Zoals eerder werd opgemerkt, hebben de ingrijpende veranderingen in ons land in de tweede wereldoorlog ook in het effectenverkeer met het buitenland hun sporen nagelaten. Niet alleen was er van een ongebreidelde kapitaalexport geen sprake meer, ook werd Nederland na de tweede wereldoorlog vrijwel ononderbroken een importeur van buitenlands effectenkapitaal (vgl. figuur 2). Hoewel tot 1967 geen volledige splitsing van het effectenverkeer in de betalingsbalansregistratie bekend was, mag op grond van de diverse bronnen worden aangenomen dat bij de buitenlandse aankopen aanvankelijk vooral de Nederlandse aandelen – in het bijzonder de internationaal

**Tabel 5. Geografische spreiding Nederlandse effectenschuld aan het buitenland, in mrd. gld.**

(mrd. glds)	Aandelen		Obligaties		Totaal	
	Stand 1985	Aankopen 1986	Stand 1985	Aankopen 1986	Stand 1985	Aankopen 1986
Bondrepubliek Duitsland	3,2	0,1	1,1	0,3	4,2	0,4
België	3,3	0,1	5,8	-0,7	9,1	-0,6
Luxemburg	1,7	0,2	7,8	-0,4	9,4	-0,2
Verenigd Koninkrijk	14,5	1,7	1,2	1,2	15,6	2,9
Overig EG	3,3	0,7	0,5	0,6	3,9	1,3
Zwitserland	13,0	0,5	13,2	0,7	26,2	1,2
Verenigde Staten	19,9	-1,5	1,0	-0,1	20,9	-1,6
Overig	8,0	0,2	12,1	0,7	20,1	0,9
<b>Totaal</b>	<b>66,9</b>	<b>2,0</b>	<b>42,5</b>	<b>2,3</b>	<b>109,4</b>	<b>4,3</b>

**Tabel 6. Geldstromen betalingsbalans (gemiddelde van ontvangsten en uitgaven), in mrd. gld.**

	1971-1975	1976-1980	1981-1985	1986
Lopend verkeer	108	201	316	303
Kapitaalverkeer	25	49	130	225
<b>Totaal</b>	<b>133</b>	<b>250</b>	<b>446</b>	<b>528</b>
PM Bankenverkeer a)	16	32	132	281

a) Overboekingen tussen Nederlandse banken onderling zijn netto opgenomen.

verhandelbare fondsen – in trek waren. De historisch beschouwd niet alleen absoluut, maar ook relatief grote buitenlandse aankopen in 1958 en 1959 hadden vooral betrekking op de aandelen van enkele multinationale ondernemingen. Deze aankopen werden vooral vanuit de Verenigde Staten verricht. Niet alleen de 'performance' van deze specifieke fondsen, maar meer in het algemeen ook de door het naoorlogse herstelbeleid bevorderde gezonde ontwikkeling van onze economie en de hierop geënte gunstige perspectieven voor onze bedrijven hebben bij deze grote aankopen een belangrijke rol gespeeld. In dit verband werd toen wel gesproken van een 'uitverkoop' van Nederlandse aandelen. Een tweede en derde buitenlandse koopgolf van Nederlandse effecten deed zich respectievelijk aan het einde van de jaren zestig en na de tweede helft jaren zeventig voor. Deze aankopen betroffen toen vooral obligaties 13).

Uit een DNB-enquête naar het buitenlandse houderschap van Nederlandse effecten blijkt dat per ultimo 1985 voor een bedrag van f. 110 mrd. in buitenlandse handen was. Hiervan had f. 67 mrd. betrekking op Nederlandse aandelen, hetgeen betekent dat toen ruim 40% van het totale uitstaande Nederlandse aandelenkapitaal in buitenlandse handen was.

De standen van de effectenschulden zijn het grootst ten opzichte van de grote internationale 'draaischijven' van kapitaal, zoals Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk en Luxemburg.

De Verenigde Staten hadden per ultimo 1985 voor een bedrag van f. 20 mrd. aan Nederlandse aandelen in portefeuille. De aan- en verkopen door de Amerikaanse beleggers in de jaren tachtig illustreren de enorme 'swings' die deze beleggers in hun portefeuilles kunnen maken: tussen midden 1984 en begin 1985 werd voor f. 3,5 mrd. aan Nederlandse aandelen aangekocht, daarna werd tot ver in 1986 voor bijna f. 5 mrd. cumulatief afgestoten – ruwweg een kwart van hun portefeuilles aan Nederlandse aandelen. Winstnemingen op de in dollars sterk gestegen waarde van het Nederlandse guldenpapier hebben hier onder andere een belangrijke rol gespeeld. Deze afstotingen werden overigens met f. 2 mrd. gulden overtroffen door aankopen uit andere landen; vooral vanuit de financiële centra: Londen en Zürich.

13) Vgl. *Kwartalbericht DNB*, 1984, nr.2.

De verkopen van *obligaties* werden de laatste jaren vooral gedomineerd door de overheidsobligaties. Van de f. 42,5 mrd. uitstaande schuld per ultimo 1985 heeft circa twee derde betrekking op overheidspapier. In 1986 werd deze ontwikkeling onderbroken. Weliswaar bedroeg de toevoer van buitenlands beleggingskapitaal nog bijna f. 2,5 mrd., maar deze had geheel betrekking op de opbrengsten van obligatie-emissies en plaatsingen van notes door Nederlandse bedrijven rechtstreeks in het buitenland. Overheidspaper werd daarentegen nauwelijks bijgekocht. Relatief geringe renteverschillen met bijvoorbeeld Duitsland en een relatief beperkt aanbod van dit papier speelden hier onder meer een rol. Deze uitkomst staat in schril contrast met de aankopen van overheidspaper in de Bondsrepubliek door buitenlandse (waaronder Nederlandse) beleggers: f. 38 mrd. in 1986, tegen f. 24 mrd. in 1985 en f. 7 mrd. in 1984.

## Besluit

Uit het voorgaande blijkt dat de record-uitstroming in het niet-monetaire kapitaalverkeer in 1986 in de bredere context moet worden gezien van de liberalisering en internationalisering van het kapitaalverkeer. Factoren als renteverschillen en wisselkoersverwachtingen hebben hierdoor verder aan betekenis gewonnen. De uitstroming deed zich geheel voor in het *lange* kapitaalverkeer, terwijl het korte kapitaalverkeer (dat veel indicatiever voor kapitaalrust is) geen exceptionele bewegingen liet zien. De toeneming van de lange kapitaalexport lijkt te kunnen worden toegeschreven aan een combinatie van diverse economische krachten (vier 'stuwkrachten' en twee 'trekkrachten'), die in het vorig jaar werkzaam was. De sterk toegenomen kapitaalexport verhuult overigens dat gelijktijdig een niet onbelangrijke toestroming van buitenlands kapitaal naar onze economie heeft plaatsgevonden, vooral in de investerings sfeer.

Wat de ontwikkelingen in de toekomst zullen zijn is onzeker. Onder invloed van de sterke internationalisering en flexibilisering van de financiële markten is ook hier de toekomst niet meer wat zij geweest is 14). Enerzijds verwacht bijvoorbeeld het Planbureau dat, onder invloed van een geringer overschot op de lopende rekening en een groter

beroep van de banken op de kapitaalmarkt, de kapitaalmarktverhoudingen minder ruim zullen worden en het kapitaalverkeer met het buitenland tot een meer gebruikelijke situatie zal terugkeren. In het verlengde hiervan ligt de verwachting van de OESO dat er in 1987 in een meer mondiaal perspectief een consolidatie van de internationale kapitaalmarkten zal optreden, na de recordactiviteit in 1986. Anderzijds kan gewezen worden op de binnenlandse stuwkrachten van de kapitaalexport die niet een twee drie verdwenen zijn. Dit geldt temeer waar er nog sprake zou zijn van een 'inhaal-vraag' naar internationale waarden in het kader van beleggingsdiversificatie. Voorts zal zeker bij een verdere internationalisering van het kapitaalverkeer het belang van de kapitaalstromen groot blijven. Indicatief in dit verband is dat blijkens tabel 6 in de jaren zeventig de betalingsbalansstromen in het lopende verkeer ruim 4 keer zo groot waren als die in het particuliere kapitaalverkeer. In de eerste vijf jaren van dit decennium was deze factor gedaald tot bijna 2½, terwijl in 1986 een sterke verdere vermindering optrad tot 1 1/3. (Nog afgezien is dan van de relatief toegenomen rol van het bankenverkeer.) Daarmede zijn wij wellicht op weg naar een situatie die zich bij voorbeeld in de Verenigde Staten al veel eerder heeft voorgedaan en waar thans de lopende stromen nog maar een fractie zijn van de kapitaalstromen 15).

In elk geval lijken wij in 1986 te zijn toegetreden tot de groep van geliberaliseerde landen, waarin de omvang en uitslagen (naar buiten en naar binnen) van de kapitaalstromen een zeer zwaar stempel drukken op de uitkomsten van de totale betalingsbalans. Dit betekent dat in het beleid nog meer dan in het verleden aandacht zal moeten worden gegeven aan de determinanten van die kapitaalstromen - zoals relatieve verhoudingen in valutakoersen, rentevoeten, vertrouwensfactoren en meer in het algemeen een economische ontwikkeling die nauw aansluit bij die van sterke en belangrijke handelspartners.

## M. van Nieuwkerk

14) Vgl. Rosabeth Moss Kanter, hoogleraar in Harvard en auteur van *The change masters*; zie *FEM*, 6 september 1986, blz. 34.

15) Vgl. John Williamson, een senior fellow van het Bergsten's Institute for International Economics, geciteerd door Vivian Brownstein, *Fortune forecast: where the dollar is headed - with luck*, *Fortune*, 16 februari 1987, blz. 27-28.