

De vrije markt voor kapitaal

De tijd dat de overheden van de westerse landen het tot hun taak rekenden de geld- en kapitaalmarkt ver- gaand te reguleren lijkt voorbij. Sinds 1980 zijn talrijke voorschriften omtrent rentevergoedingen, toegang tot de kapitaalmarkt, vorm en timing van transacties, in- en uitvoer van kapitaal in veel landen versoepeld of afge- schaft. In de Verenigde Staten is de belasting op rente- betalingen aan niet-ingezetenen afgeschaft, is de rente op bankdeposito's niet langer aan een maximum ge- bonden, zijn direct opzegbare beleggingsrekeningen mogelijk geworden en zijn de regels ten aanzien van kapitaalmarkttransacties verruimd. Andere koplopers zijn Groot-Brittannië, Canada en Australië. Nederland, dat al langer de in- en uitvoer van kapitaal feitelijk ge- heel vrijlaat en buitenlandse banken een redelijke vrij- heid van handelen geeft, heeft per 1 januari van dit jaar de vormvereisten en emissievoorwaarden van lenin- gen versoepeld en de mogelijkheden voor buitenland- se banken vergroot. Japan is schoorvoetend bezig zo- wel de strenge rolverdeling tussen financiële instellin- gen af te schaffen als de financiële sector te internati- onaliseren. Ook vanouds dirigistische landen als Frank- rijk en Italië lijken de weg naar beleggingsvrijheid in te slaan. De EG-Commissie probeert ten slotte de zaken te bespoedigen met een werkprogramma dat moet lei- den tot een volledig vrije interne kapitaalmarkt in 1992. Men kan er bovendien op rekenen dat tegen die tijd in de VS de Glass-Steagall-wet, die het werktelein van banken beperkt tot de staat van vestiging, en de McFadden-wet, die de vermenging van functies van handelsbank en industriebank verbiedt, zullen zijn afgeschaft.

In alle gevallen zijn de genoemde maatregelen ge- presentend als verbeteringen van de marktwerking om te komen tot een efficiëntere allocatie van kapitaal, met lagere kapitaalkosten voor de investeerders en rui- mere keuzemogelijkheden voor de beleggers. Toch is niet het ontzag voor de onzichtbare hand de belang- rijkste reden voor de liberalisatie. Eensgezind wordt de golf van liberalisering in commentaren en ook in het jaarverslag van het IMF gezien als een reactie op de grote veranderingen die zich op de geld- en kapitaal- markten hebben voltrokken.

In de eerste plaats kan iedere marktpartij met behulp van de computer, de telefoon en de satelliet continu en vrijwel zonder vertraging de prijsbewegingen op de lei- dende markten voor grondstoffen, valuta's, aandelen en obligaties volgen. In de tweede plaats hebben de grote klanten van het bankwezen het financiële doe- het-zelven ontdekt. Industriële ondernemingen, verze- keringsmaatschappijen, pensioen- en beleggingsfond- sen sluiten meer en meer rechtstreeks effectentransac- ties en kredietovereenkomsten. Ten dele als reactie op deze toegenomen concurrentie zijn in de derde plaats de banken de laatste jaren buitengewoon creatief ge- weest in het bedenken van nieuwe financieringsvor- men.

De gewone banklening is passé. De groei van de in- ternationale kredietverlening is geheel geconcentreerd in obligatie-achtige leningen. Deze vlucht uit leningen in obligaties, de 'securitization', komt vooral tot uitdruk- king in een fors gestegen aandeel van gewone vastren- tende en gewoon geworden variabelrentende ('floating rate') obligaties in de totale internationale kredietverle- ning: van 45% in 1981 tot 60% in 1985. De scheppings- drift van het bankwezen heeft geleid tot een proliferatie van obligatievarianten. Qua marktaandeel veel belang- rijk is de opkomst van de 'note issuance facilities'. Banken zorgen dan niet alleen voor de plaatsing van 'notes', kortlopende obligaties, maar bieden de geld-

vragende partij tevens in een of andere vorm de garan- tie dat zij voor een langere periode permanent over een zeker bedrag kunnen beschikken. Het aandeel van dit soort kredietverlening is van 1981 tot 1985 gestegen van bijna 6% tot ruim 18%.

De internationale geld- en kapitaalmarkt is door deze ontwikkelingen onmiskenbaar het theoretische ideaal van de markt onder volledig vrije mededinging gena- derd. De toegenomen flexibiliteit in de internationale kredietverlening heeft de afzonderlijke financiële mar- ten geïntegreerd. Met de dereguleringsmaatregelen hebben de overheden van de meeste westerse landen hun zegen gegeven aan dit feit. Maar daarmee is het verhaal niet ten einde.

Terwijl de integratie zich voltrok, zijn de wisselkoers- bewegingen heftiger geworden en lijkt het verband tus- sen internationale renteversillen en wisselkoersbe- bewegingen alleen maar losser geworden. De vernieu- wing heeft marktdeelnemers de instrumenten gegeven om op wisselkoersmutaties en rentewijzigingen te anti- ciperen. Gezien de omvang van de geldstromen die loskomen als rendementsverwachtingen en risicobe- oordelingen veranderen – de omvang van de internati- onale kapitaalbewegingen wordt op ten minste \$ 20 triljoen (10^{18}) per jaar geschat – leiden de beslissin- gen van internationaal actieve beleggers gemakkelijk tot het doorschieten van wisselkoersbewegingen. Niet alleen de financiële instellingen staan door de toegenomen instabiliteit van de wisselmarkten aan steeds gro- tere risico's bloot, ook de wereldhandel in goederen en diensten – die met een waarde van \$ 2 triljoen per jaar bijna in het niet valt bij het kapitaalverkeer – plukt er de zure vruchten van. Van de ene dag op de andere kun- nen afzetmarkten verliesgevend worden en investerin- gen in productiecapaciteit onrendabel worden. De kosten zijn moeilijk te ramen, maar indicaties zijn er wel. Volgens een onderzoek van de Reserve Bank of New York was de handel tussen West-Duitsland en de VS in de periode 1977 – 1981 duidelijk groter geweest als de schommelingen in de gewogen wisselkoersen tijdens de volle periode in omvang beperkt waren ge- bleven tot die in het stabielste halfjaar uit die periode. Duitsland zou 12% meer uitgevoerd en 7% meer inge- voerd hebben; voor de VS zou de export 2½% en de import 4% groter zijn geweest 1).

Deze overwegingen stellen de liberalisering van het internationale geld- en kapitaalverkeer in een minder gunstig licht dan een beoordeling louter op basis van de theoretische voordelen van perfecte markten. De in- tegratie van de kapitaalmarkten zou door haar effecten op de reële sector een desintegrerend effect kunnen hebben op de wereldhandel en daardoor uiteindelijk ook weer op de kapitaalmarkten zelf. Het mirakel van de G-5 van 22 september 1985 heeft driekwart jaar lang de wisselkoersen in een richting gestuurd die past bij de reële internationale verhoudingen, maar de onze- kerheid neemt de laatste tijd weer toe. Er blijft daardoor een gevaar bestaan dat de liberalisatie van de financië- le markten door de inherente wisselkoersinstabiliteit op de reële markt protectionistische regulering oproept. In plaats van dichterbij, raken de theoretische voordelen van de vrije concurrentie dan slechts verder verwijderd.

W. Sietsma

1) Zie Everybody's business. A survey of world monetary reform, *The Economist*, 5 oktober 1985, blz. 31.