



## Beleggen in het buitenland

**Auteur(s):**

Sparling, R.P.

*Werkzaam bij de afdeling Statistische informatie en rapportage van De Nederlandsche Bank te Amsterdam.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4093, pagina 136, 12 februari 1997

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

financiële, markten, aandelenmarkten, internationale, economische, betrekkingen

*Grensoverschrijdend effectenbezit wordt steeds populairder. In de periode 1986-1995 zijn vooral de tegoeden van Nederlandse institutionele beleggers in het buitenland sterk gegroeid. Buitenlanders die in Nederlandse aandelen en obligaties belegden, wisten hiermee echter een veel hoger rendement te behalen.*

**De internationale handel in effecten is enorm toegenomen. Oorzaken zijn de liberalisatie van het kapitaalverkeer en de deregulering van de financiële markten, tezamen met de introductie van efficiëntere en goedkopere handelstechnieken, nieuwe communicatiemiddelen en verbeterde afwikkelings- en verrekeningssystemen. Tussen 1986 en 1995 is de jaarlijkse bruto omzet in het grensoverschrijdende effectenverkeer van Nederland vervijfvoudigd, tot bijna f. 1500 mrd. Deze intensieve grensoverschrijdende handel in waarde- papieren heeft geleid tot een sterke internationalisatie van de beleggingsportefeuilles. Naast aankopen hebben ook beurskoersontwikkelingen in belangrijke mate bijgedragen aan de sterke stijging van het grensoverschrijdende effectenbezit.**

De waarde van het buitenlandse bezit aan Nederlandse effecten is sinds 1986 met f. 235 mrd toegenomen tot f. 360 mrd eind 1995: het aandelenbezit met f. 130 mrd tot ruim f. 210 mrd en het obligatiebezit met een factor 3,5 tot bijna f. 150 mrd ([tabel 1](#)). Het Nederlandse bezit aan buitenlandse effecten was in 1995 met een waarde van f. 265 mrd ruim drie keer zo hoog als in 1986. Tot en met 1992 was het bezit ongeveer gelijk verdeeld over aandelen en obligaties; daarna is het aandelenbezit aanzienlijk sterker gaan toenemen.

**Tabel 1. Grensoverschrijdend effectenbezit ultimostanden, f. mrd**

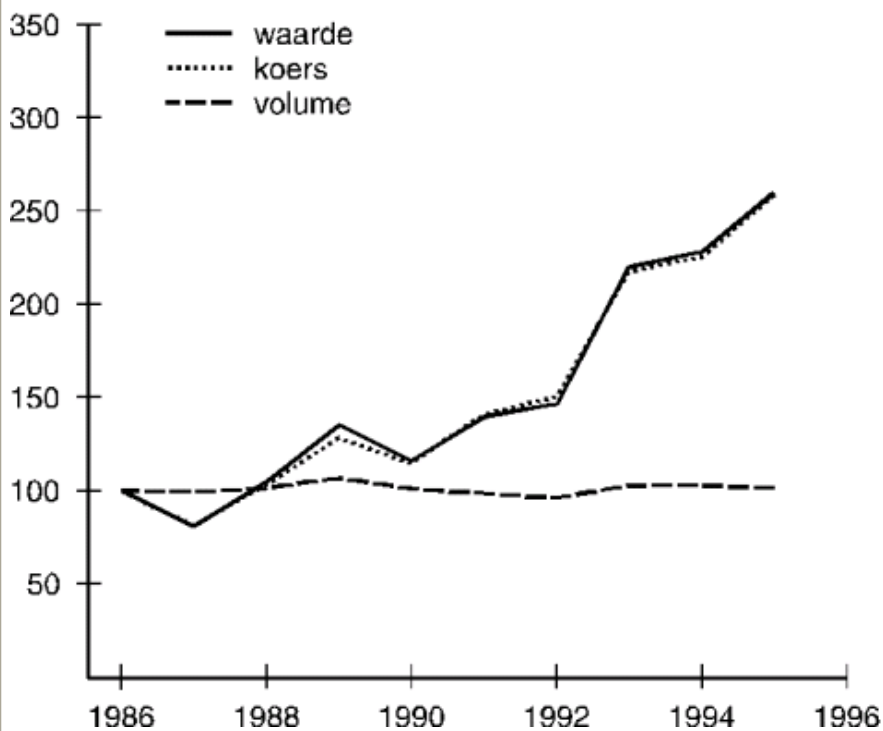
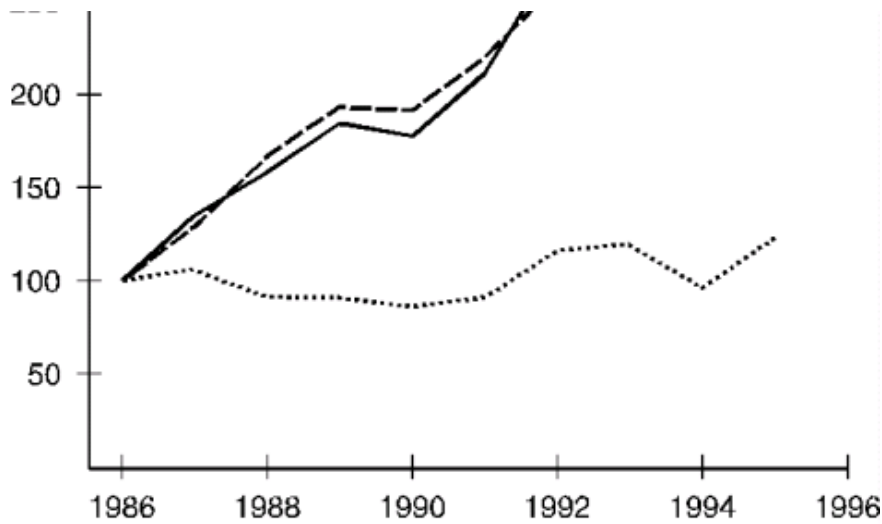
	Nederlandse effecten		Buitenlandse effecten	
	aandelen	obligaties	aandelen	obligaties
1986	81,5	42,5	39,7	43,2
1987	65,9	57,5	38,7	48,4
1988	85,3	67,3	51,7	62,1
1989	110,1	78,4	65,2	58,4
1990	94,6	75,5	56,2	62,1
1991	113,7	89,8	72,0	70,5
1992	119,4	117,1	80,2	78,9
1993	179,3	138,2	115,8	98,9
1994	185,9	119,2	119,1	103,9
1995	211,8	148,2	147,5	117,1

De cijfers zijn gebaseerd op verschillende bronnen. De kern vormt een jaarlijkse enquête bij de Nederlandse banken naar de beurswaarde van de buitenlandse en Nederlandse effecten die zij voor respectievelijk ingezetenen en niet-ingezetenen in depot houden. In dit artikel omvat de term 'effecten' zowel aandelen als langlopend schuld papier (oorspronkelijke looptijd langer dan een jaar). Aandelenbezit in de vorm van kapitaaldeelnames wordt niet tot het effectenverkeer gerekend.

**Het buitenlandse bezit aan Nederlandse effecten**

Het buitenlandse bezit aan Nederlandse aandelen is tussen 1986 en 1995 met gemiddeld 11% per jaar toegenomen; het obligatiebezit groeide met 15%. De stijging van het aandelenbezit kwam geheel voor rekening van koersontwikkelingen. Voor Nederlandse obligaties bestond wel grote buitenlandse belangstelling ([figuur 1](#)).





Figuur 1. Buitenlands bezit aan Nederlandse aandelen (boven) en obligaties (onder) Waarde, koers en volume, 1986 = 100

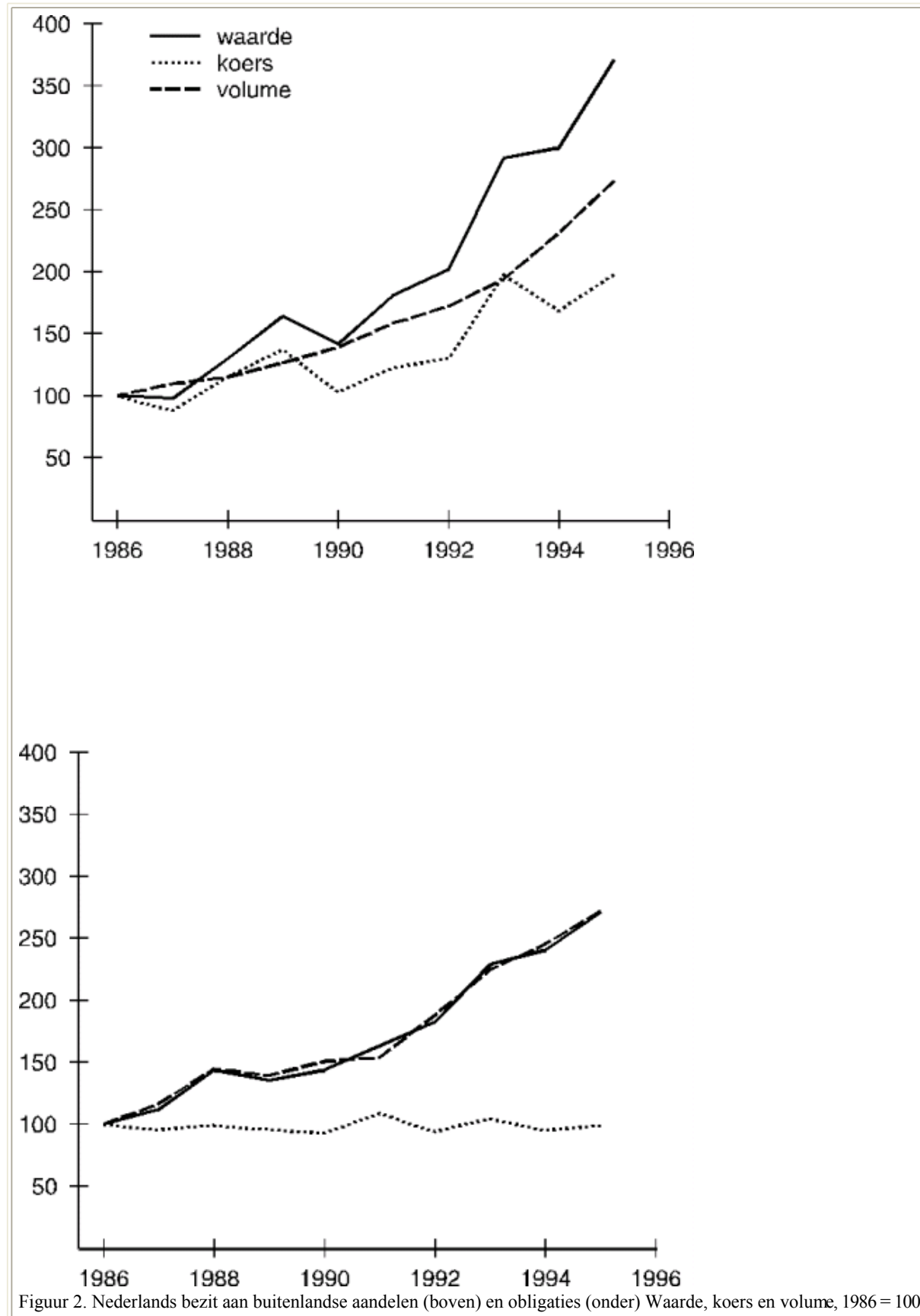
Ondanks verschillende prijsverstorende gebeurtenissen - de beurscrisis van 1987, de inval van Irak in Koeweit in 1990 en de wereldwijde omslag op de obligatiemarkten begin 1994 - hebben buitenlandse beleggers op hun Nederlandse aandelen-bezit een totale koerswinst van 160% gerealiseerd. Toch zijn tussen 1986 en 1995 buitenlandse aankopen van Nederlandse aandelen per saldo achterwege gebleven. In 1990 en de twee jaren daarna vonden omvangrijk afstotingen plaats van in totaal bijna f. 10 mrd. De gevoelige koersdalingen tijdens de Golfcrisis, gevolgd door teruglopende winstvooruitzichten voor het Nederlandse bedrijfsleven, hebben de bereidheid van buitenlandse beleggers om Nederlandse aandelen in portefeuille te houden in negatieve zin beïnvloed. In 1993 keerde het tij. Bij een zeer gunstig beursklimaat kochten buitenlandse beleggers dat jaar voor een recordbedrag (f. 6,6 mrd) Nederlandse aandelen, aangetrokken door de verhoudingsgewijs lage koers/winstverhoudingen bij verbeterde winstvooruitzichten van het Nederlandse bedrijfsleven. In de daaropvolgende twee jaar vonden per saldo opnieuw afstotingen plaats. De concurrentiepositie van en daarmee de winstverwachtingen voor het Nederlandse bedrijfsleven werden in negatieve zin beïnvloed door een sterke appreciatie van de gulden ten opzichte van dollar en pond. Bovendien waren er aantrekkelijke alternatieven, zoals Wall Street, waar de Dow Jones index in 1995 met maar liefst 33,5% was gestegen.

De grote buitenlandse vraag naar Nederlandse obligaties hing samen met het geringe neerwaartse koersrisico op vastrentende guldenbeleggingen en met de in verhouding tot Duitse-markenobligaties vrijwel steeds wat hogere Nederlandse rente. Vooral in 1988 en 1993 was de buitenlandse belangstelling voor Nederlandse (overheids)obligaties groot. In eerstgenoemde jaar wendden internationale beleggers zich als gevolg van de voorgenomen Duitse bronheffing op rente-inkomsten massaal van de Duitse mark af en zochten hun toevlucht in andere valutas. Voor guldenpapier bleef echter grote belangstelling bestaan. In 1993 speelden gunstige inflatieverwachtingen en rentedalingsverwachtingen een belangrijke rol. In het jaar daarop hebben buitenlandse beleggers bij sterk dalende obligatiekoersen massaal Nederlandse overheidsobligaties afgestoten. In 1995 zorgden een sterke gulden en een opnieuw dalende (Nederlandse) kapitaalmarktrente voor een herstel van het obligatiekoersniveau, waarbij ook de afstoting van overheidsobligaties sterk verminderde.

De reeds in 1993 spectaculair toe- genomen obligatie-emissies in het buitenland door de particuliere sector gaven in 1994 een verdubbeling te zien tot f. 21,4 mrd en zijn ook in 1995 (f. 18,3 mrd) zeer omvangrijk gebleven. Deze internationalisering van het kapitaalmarktberoep is onder meer ingegeven door motieven als uitbreiding van de financieringsbasis door het aanboren van buitenlandse bronnen in aanvulling op de relatief beperkte mogelijkheden op de Nederlandse kapitaalmarkt. Daarnaast spelen factoren als de behoefte aan risico-afdekking van de vreemde valuta- activiteiten van de emitterende - veelal financiële - instellingen een rol.

### Het Nederlandse bezit aan buitenlandse effecten

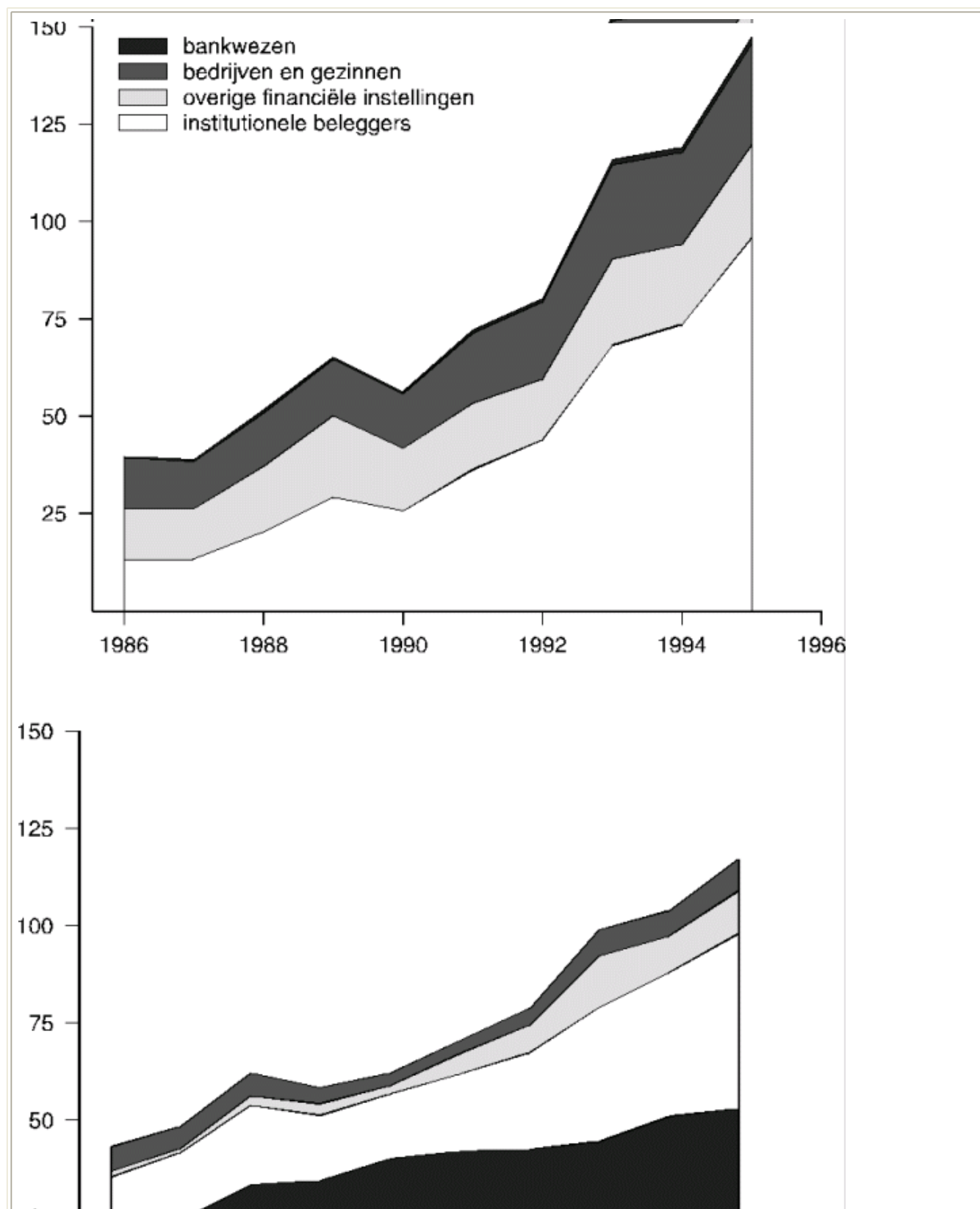
Het Nederlandse bezit aan buitenlandse aandelen is met een gemiddelde jaarlijkse groei van 15,5 % sterker toegenomen dan het buitenlandse bezit aan Nederlandse aandelen. De koersontwikkeling was weliswaar veel gematigder, maar daar stonden omvangrijke aankopen tegenover (figuur 2). De groei van het Nederlandse bezit aan buitenlandse obligaties (ruim 11,5% per jaar) was daarentegen geringer dan die van de Nederlandse obligaties in buitenlandse handen. Hier was alleen van een volume- ontwikkeling sprake.

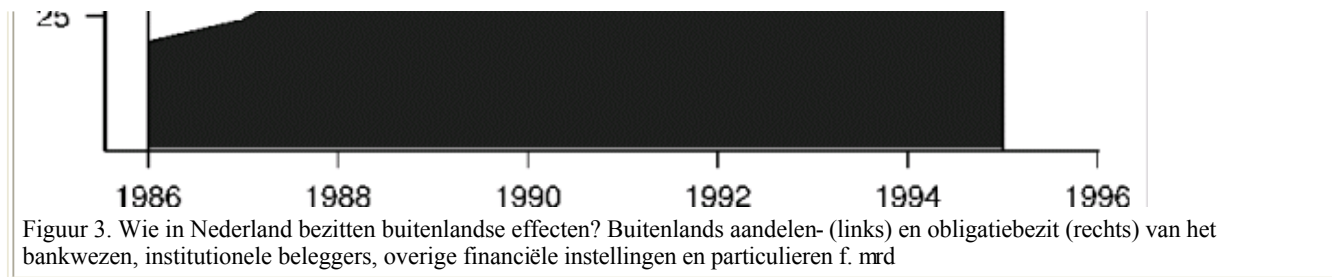


Nederlandse beleggers hebben tussen 1986 en 1995 op hun buitenlandse aandelenbezit in guldens een totale koerswinst van 100% behaald, aanzienlijk lager dan de 160% die buitenlandse beleggers op hun Nederlandse aandelenbezit wisten te realiseren.

Vooraf in 1994, toen de omslag in het sentiment op de internationale obligatiemarkten ook de koersen op enkele belangrijke buitenlandse aandelenbeurzen in zijn kielzog meetrok en bovendien de gulden ten opzichte van dollar en pond apprecieerde, is dit verschil in rendement sterk toegenomen. Bij de desondanks zeer grote Nederlandse belangstelling voor buitenlandse aandelen dat jaar en ook in 1995 hebben de positieve winstverwachtingen bij het internationale bedrijfsleven ongetwijfeld een rol gespeeld en voorts de tendens bij institutionele beleggers om de weging van aandelen in hun beleggingsportefeuilles te vergroten.

Het waren vooral deze pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen die aan de internationale spreiding van hun beleggingen vorm gaven door massale aankopen (figuur 3). Hun buitenlandse aandelenportefeuilles namen toe van f. 13 mrd in 1986 tot f. 96 mrd eind 1995, waardoor hun aandeel in het totale bezit opliep van 35% naar 65%. Volgens globale indicaties zijn de totale Nederlandse aankopen van buitenlandse aandelen (f. 60 mrd) per saldo nagenoeg geheel voor rekening van institutionele beleggers geweest. Het bezit van zowel de overige niet-bancaire financiële instellingen als de groep bedrijven en gezinnen verdubbelde als gevolg van de koerswinsten tot circa f. 25 mrd; het aandelenbezit van kredietinstellingen was te verwaarlozen.





Buitenlandse obligaties waren eveneens zeer gewild. In 1988 kochten Nederlandse beleggers, tegen de internationale tendens in, voor omvangrijke bedragen Duitse-markenobligaties: zij konden - in tegenstelling tot beleggers uit andere landen - de bronheffing krachtens het Duits-Nederlandse belastingverdrag terugvorderen. In 1992 zette op internationale schaal een daling van de kapitaalmarktrente in. In combinatie met opwaarts gerichte dollarkoersverwachtingen leidde dit tot een omvangrijke koopgolf die in 1994 bij stijgende kapitaalmarktrente en gevoelig dalende obligatiekoersen tijdelijk enigszins inzakte. Eind 1994, na de zesde opeenvolgende verhoging van de Amerikaanse officiële tarieven, namen in de Verenigde Staten de inflatieverwachtingen weer een keer ten goede en zette, bij een groeiend vertrouwen in een 'zachte landing' van de Amerikaanse economie, internationaal een hernieuwde daling van de kapitaalmarktrente in. De obligatiekoersen herstelden zich in 1995 over een breed front en de aankopen trokken opnieuw aan.

De totale Nederlandse aankopen van buitenlandse obligaties tussen 1986 en 1995 kwamen naar schatting voor 45% voor rekening van het bankwezen. Institutionele beleggers namen 40% voor hun rekening en de overige financiële instellingen, waaronder de beleggingsinstellingen, bijna 15%.

### Geografische spreiding

De geografische verdeling van het Nederlandse bezit aan buitenlandse effecten is gebaseerd op het land van ingezetenschap van de emittent, ongeacht de valuta-denominatie van de stukken.

De belangrijkste in de Nederlandse aandelenportefeuilles vertegenwoordigde landen zijn de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, (tezamen 60% van het totaal in 1995). Vooral Japan is na een terugval ten tijde van de enorme koersdalingen op de beurs van Tokio in 1990 en 1992 weer in de belangstelling komen te staan, onder invloed van voorzichtige indicaties omtrent een keer ten goede in de conjuncturele ontwikkeling in dat land. Het Nederlandse bezit aan aandelen van andere Aziatische landen is nog zeer beperkt. Op enkele daarvan, Hongkong, Singapore, Maleisië en Thailand, is echter wel een sterke groei te constateren, mede door oprichting van Verre-Oostenfondsen en de koersexplosies op verschillende Aziatische aandelenbeurzen in 1993.

Het Nederlandse bezit aan buitenlandse obligaties betrof in 1995 vooral Duitsland (ruim 40%), de Verenigde Staten en België (elk circa 10%). De overheersende belangstelling voor Duitse obligaties manifesteerde zich vooral in 1988 (Duitse bronheffing) en in de periode tussen medio 1992 en de eerste verhoging van de Amerikaanse Federal Funds Rate begin 1994. Positieve verwachtingen omtrent het beloop van de Duitse kapitaalmarktrente en de koersontwikkeling van Duitse-markenobligaties speelden daarbij een belangrijke rol, alsmede de vluchthavenfunctie van de Duitse markt tijdens de herhaaldelijk opgetreden valutaspansingen in die jaren. Na de omslag in de renteverwachtingen is in 1994 de belangstelling zich meer op dollarobligaties gaan richten. Afgezien van de prominente plaats die Amerikaans (overheids)papier in internationaal gespreide obligatieportefeuilles inneemt, kunnen de relatief hoge Amerikaanse kapitaalmarktrente alsmede (niet uitgekomen) verwachtingen omtrent een hogere toekomstige dollarkoers hierbij een rol hebben gespeeld. In 1995 kochten Nederlandse beleggers, bij stapsgewijze verlagingen van de Duitse reporente, echter wederom vooral Duitse-markenobligaties.

### Tot besluit

Nederlandse institutionele beleggers zijn de drijvende kracht geweest achter de uitbreiding van het Nederlandse bezit aan buitenlandse aandelen. Bij de toename van het bezit aan buitenlandse obligaties waren meerdere sectoren betrokken: het bankwezen, de institutionele beleggers en de overige financiële instellingen, waartoe de beleggingsinstellingen worden gerekend. De interesse van Nederlandse beleggers ging daarbij vooral uit naar beleggingen in Duitse-markenobligaties.

Buitenlandse beleggers verhoogden hun bezit aan Nederlandse obligaties met een factor 3. Vooral Nederlandse overheidsobligaties vormden daarbij hun doelwit. Naast de grote emissie-activiteit van de Nederlandse Staat is hierbij het geringe koersrisico op guldensbeleggingen vermoedelijk van belang geweest. Buitenlandse aankopen van Nederlandse aandelen zijn in het beschreven tijdvak per saldo achterwege gebleven.

Buitenlandse beleggers wisten evenwel een koerswinst van 160% op hun bezit aan Nederlandse aandelen te realiseren, waartegenover Nederlandse beleggers op hun buitenlandse aandelenbezit slechts 100% behaalden.

Het jaar 1995 werd gekenmerkt door een herstel in het sentiment op de internationale kapitaalmarkten. Na de tijdelijke scherpe omslag daarin in 1994 zijn zowel aandelen- als obligatiekoersen weer gaan stijgen. Buitenlandse belangstelling voor Nederlandse aandelen bleef desondanks achterwege. De vraag naar Nederlandse obligaties herstelde zich dank zij een sterk gereduceerde afstoting van overheidsobligaties bij opnieuw omvangrijke emissie-activiteiten in het buitenland van de particuliere sector. De Nederlandse belangstelling voor buitenlandse effecten bleef groot.