

## Stokt de kapitaalstroom?

### Auteur(s):

Scholtens, L.J.R.

Economische faculteit, Universiteit van Amsterdam

De gegevens in de figuren zijn afkomstig van de Wereldbank, zie noot <sup>1</sup>.

### Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4157, pagina 484, 12 juni 1998

### Rubriek:

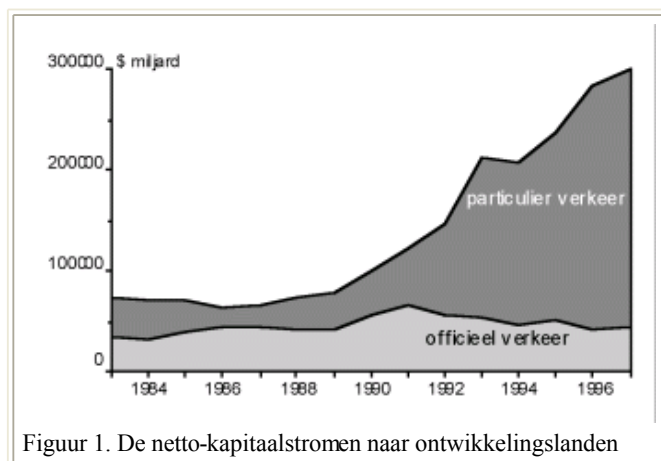
Monitor

### Trefwoord(en):

financiële, markten

De kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden zijn het afgelopen decennium zeer sterk gestegen, maar in de tweede helft van 1997 kwam daar abrupt een einde aan door de crisis in Zuidoost-Azië.

In de periode 1983-1997 heeft een verviervoudiging plaatsgevonden van de internationale kapitaalstroom naar de ontwikkelingslanden (zie [figuur 1](#)). De grote toename heeft plaatsgevonden in de stroom particulier kapitaal, d.w.z. kapitaal van gezins- en bedrijfshuishoudingen. Door toedoen van de Latijns-Amerikaanse schuldencrisis nam deze in de beginjaren tachtig sterk af en bereikte een dieptepunt in 1986 en 1987. Daarna groeide deze stroom weer snel. Halverwege de jaren negentig is het aandeel particulier kapitaal zelfs toegenomen tot viervijfde van het totale kapitaalverkeer naar ontwikkelingslanden.

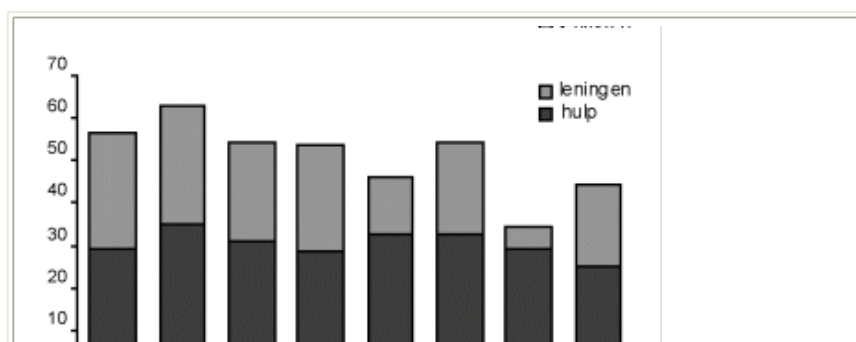


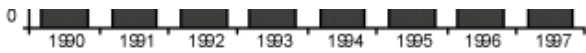
Figuur 1. De netto-kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden

### Officieel kapitaal: helpen en lenen

De officiële stromen, d.w.z. kapitaal van overheden of multilaterale financiële instellingen, bedragen tot het eind van de jaren tachtig rond de \$ 40 miljard per jaar. In het begin van de jaren negentig nemen ze toe tot zo'n \$ 60 miljard per jaar. Sinds 1994 is deze stroom weer even omvangrijk als in de jaren tachtig.

[figuur 2a](#) toont de ontwikkeling en samenstelling van kapitaalstromen in de jaren negentig. De officiële ontwikkelingsfinanciering kan onderverdeeld worden in ontwikkelingshulp en leningen. In de jaren tachtig groeit vooral de hulp, begin jaren negentig dalen deze weer. In de jaren negentig is het vooral de reductie van de bilaterale financiering die bijdraagt aan het verder teruglopen van de ontwikkelingsfinanciering <sup>1</sup>. Door inflatie treedt ook een reële daling van de officiële financiering op; in de jaren negentig is dit zo'n 15%.



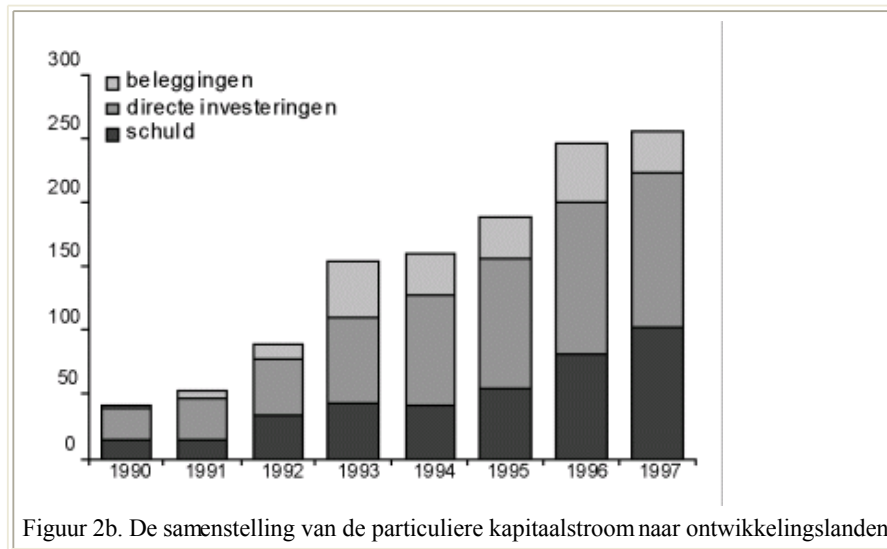


Figuur 2a. De samenstelling van de officiële kapitaalstroom naar ontwikkelingslanden

Officiële financiering vindt vooral plaats aan landen die veel moeite hebben om op de particuliere kapitaalmarkt middelen op te nemen. Alleen China en India zijn landen die zowel aanzienlijke bedragen van multilaterale financiële instellingen als van particuliere financiers ontvangen.

### Particulier kapitaal: lenen en investeren

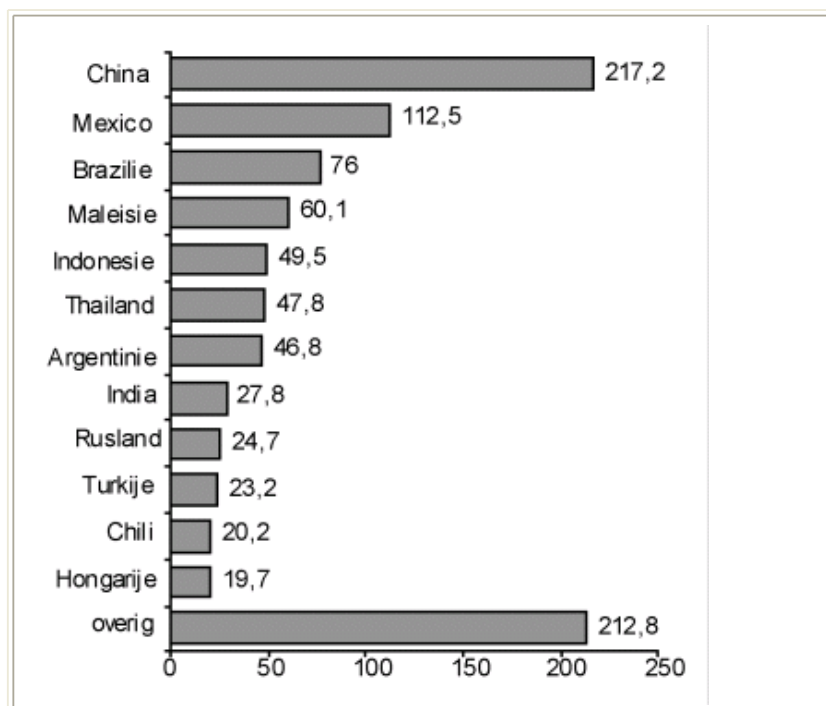
De particuliere kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden bestaan uit directe investeringen, uit leningen door banken en andere instellingen, uit obligatieleningen van de ontwikkelingslanden zelf en uit beleggingskapitaal. In [figuur 2b](#) valt bij het particuliere kapitaalverkeer bij alle onderdelen een sterke groei te constateren. Vooral buitenlandse directe investeringen en bank- en obligatieleningen (schuld) groeien ongekend. De stroom aandelenbeleggingen weet hiermee tot 1994 (Mexico-crisis) gelijke tred te houden. Daarna fluctueert ze sterk. Het vaak verwachte diversificatie- en rendementsvoordeel van beleggen in de riskante 'opkomende markten' blijkt zich nauwelijks voor te doen. Indices van ontwikkelde markten presteren beduidend beter dan die van opkomende markten, terwijl het valuta- en landenrisico er veel lager is <sup>2</sup>.



Figuur 2b. De samenstelling van de particuliere kapitaalstroom naar ontwikkelingslanden

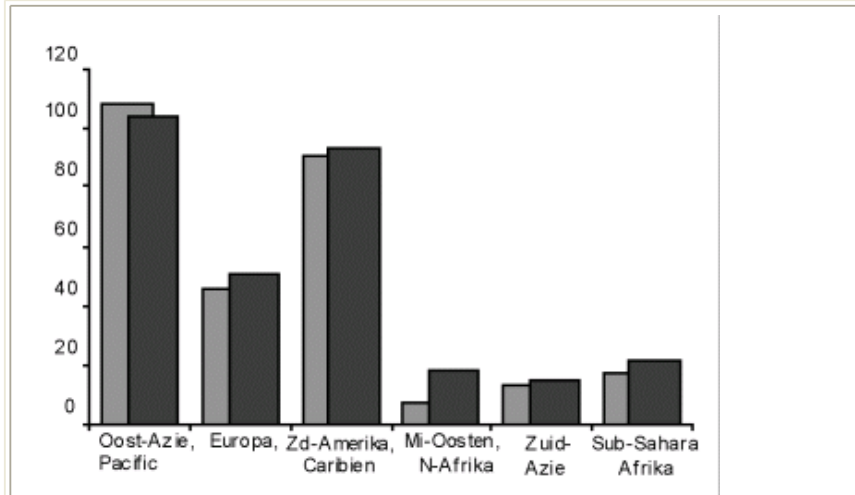
### Welke landen?

[figuur 3](#) toont de geografische allocatie van de gecumuleerde particuliere kapitaalstroom in de beginjaren negentig, de periode waarin dit type kapitaalverkeer sterk groeide. Tien landen zijn verantwoordelijk voor ruim driekwart van de totale absorptie van particulier kapitaal. China en India zijn de enige zogenaamd 'lage-inkomenslanden' die een aanzienlijk deel (23 resp. 3%) van het particuliere kapitaal ontvangen. De andere acht landen uit [figuur 3](#) behoren tot de midden-inkomensgroep. Vooral buitenlandse directe investeringen zijn sterk geconcentreerd. Dit betreft dezelfde landen als in [figuur 3](#). Alleen vervangt Polen Rusland in de top-10 en is de positie van China nog dominantier, met 35% van alle buitenlandse directe investeringen.

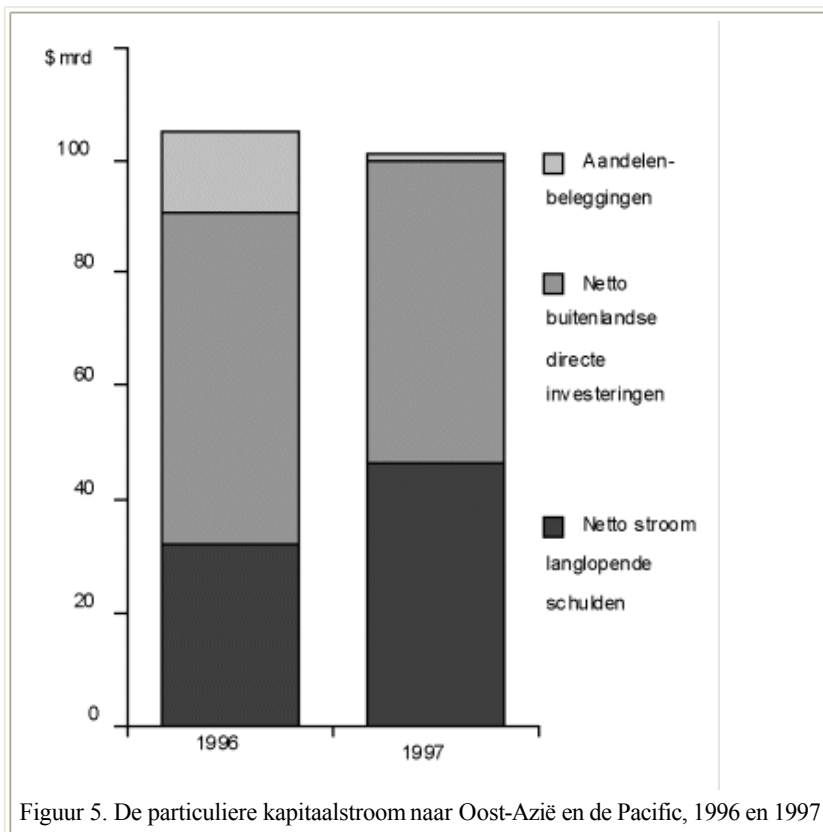


### Een einde aan de stijging?

In [figuur 2a](#) is al zichtbaar, dat de stijging van de particuliere kapitaalstroom in 1997 lager is dan in de jaren ervoor. [figuur 4](#) onderscheidt deze stroom naar regio. In alle regio's neemt de instroom van particulier kapitaal toe, behalve in Oost-Azië en de Pacific. Een nadere analyse van de samenstelling van de kapitaalstroom naar deze regio ([figuur 5](#)) maakt duidelijk, dat de Aziatische crisis voornamelijk repercussies heeft gehad voor het beleggingskapitaal en in veel mindere mate voor de directe investeringen. De lange schulden stegen door de herstructureringsprogramma's. In de laatste twee kwartalen van 1997 werd voor aanzienlijke bedragen aan beleggingen gerepatriëerd, c.q. vond zijn weg als vluchtkapitaal naar de westerse markten <sup>3</sup>. De andere regio's kenden dit patroon niet.



Figuur 4. Het totale kapitaalverkeer naar ontwikkelingslanden naar regio, 1996 en 1997



Figuur 5. De particuliere kapitaalstroom naar Oost-Azië en de Pacific, 1996 en 1997

### Push en pull

De ingrijpend gewijzigde omvang en samenstelling van de kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden reflecteert veranderende internationale economische verhoudingen. Hieraan liggen zowel 'pull' als 'push' factoren ten grondslag.

De belangrijkste aantrekkingskracht van ontwikkelingslanden is uiteindelijk de enorme potentiële vraag. Door economische hervormingen en deregulering kunnen buitenlanders hier nu ook gebruik van maken en kan buitenlands kapitaal benut worden om dit potentieel te realiseren. Kapitaal wordt geacht te stromen naar de plek waar het het meest productief kan worden aangewend. Restricties op in- en uitvoer van kapitaal en het ontbreken van kennis om het kapitaal te benutten kunnen dit proces ingrijpend verstoren. De jaren tachtig hebben bijna wereldwijd een tendens tot deregulering te zien gegeven die zich met name richtte op het verbeteren van de toegang van buitenlandse aanbieders van producten en productiefactoren. Ten dele was dit dereguleringsproces sterk regionaal gericht

(Europese Unie, NAFTA), maar ontwikkelingslanden stelden zich in toenemende mate open voor allerlei soorten bijdragen uit het buitenland.

Als 'push'-factoren gelden vooral de geringere mogelijkheden om te investeren in de westerse landen. Daar waren vooral de obligatierendementen beperkt en wogen deze nauwelijks op tegen de kosten van inflatie en belasting. Ook de financieringsbehoefte van overheden liep er terug, mede door de naderende EMU.

## De risico's

Toen zich in het midden van de jaren zeventig zeer beperkte mogelijkheden om te investeren in de OESO voordeden terwijl de ontwikkelingslanden een aantrekkelijk alternatief vormden, werden volop middelen gesluisd naar vooral Latijns-Amerika. Het betrof voornamelijk bankleningen aan (semi-)publieke projecten. In het begin van de jaren tachtig bleken deze niet invorderbaar. Deze schuldencrisis was mede het gevolg van de wel erg gemakkelijke financiering in de jaren daarvoor.

De omvangrijke particuliere kapitaalstroom in de jaren negentig wijkt echter in twee opzichten af van die uit de jaren zeventig. In de eerste plaats is de bestemming voornamelijk Zuidoost-Azië in plaats van Latijns-Amerika. In de tweede plaats bestaat een veel groter deel uit risicodragend kapitaal (investeringen, beleggingen) en veel minder uit leningen. Bovendien wijkt de economische en institutionele structuur van de landen in Zuidoost-Azië sterk af van die in Latijns-Amerika. De gezondheid en het opleidingspeil van de bevolking is er bijvoorbeeld beduidend beter<sup>4</sup>. De toegevoegde waarde van de productie groeide in Zuidoost-Azië lange tijd ook veel sneller dan in Latijns-Amerika<sup>5</sup>.

Het verschaffen van risicokapitaal dwingt de buitenlandse financier tot een betere controle van het investeringsproject. Dit geldt zowel vóór de financiering als daarna. In tegenstelling tot leningen staat bij directe investeringen de beloning voor de investeerder immers in direct verband met de opbrengsten van het project. De investeerder wordt dus geprikkeld om een zorgvuldige keus te maken wat betreft de aanwending van kapitaal. Als het project loopt zal de investeerder ook nauwkeuriger in de gaten houden of optimaal gebruik gemaakt wordt van zijn inbreng.

Toch kan de Azië-crisis de westerse particuliere financiers aanzienlijke bedragen gaan kosten. Medio 1997 bedroegen de vorderingen op Zuidoost-Azië naar schatting zo'n \$ 700 miljard. Banken uit de EU namen daarvan 50% voor hun rekening, Japanse banken 40%, banken uit de VS 6%. Deze vorderingen bedragen respectievelijk 45, 100 en 10% van het eigen vermogen van deze banken<sup>6</sup>. Door de crisis is de korte particuliere kapitaalstroom naar Zuidoost-Azië omgeslagen in een stroom uit die landen. Het betreft zeker niet uitsluitend repatriëring van kapitaal door westerse financiers (bij veel langlopende leningen en bij directe investeringen ontbreekt immers iedere mogelijkheid daartoe) maar ook vluchtkapitaal van lokale beleggers (zie noot<sup>3</sup>).

## Wat nu?

Hoe zullen de particuliere kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden zich gaan ontwikkelen in het licht van de Azië-crisis? Op termijn zullen ongetwijfeld de miljardenstromen naar ontwikkelingslanden weer op gang komen. De financiële geschiedenis leert namelijk dat na de eerste schrik en na het verwerken van de verliezen er altijd weer financiers zijn die bereid zijn de risico's van internationale investeringen in ontwikkelingslanden te accepteren in ruil voor hoge verwachte rendementen<sup>7</sup>. Na verloop van tijd worden ze - zeker als ze succes hebben - gevolgd door de financiële goegemeente. Deels is dit een gevolg van concurrentiedruk op de thuismarkten van deze instellingen, deels vloeit het voort uit kuddegedrag. Er is nauwelijks steun voor de gedachte dat landen die door slecht beleid een crisis 'uitlokken' daarvoor door de financiële gemeenschap gestraft worden met het dichtdraaien van de geldkraan<sup>8</sup>. Maar momenteel zit de schrik er goed in en wacht men af.

Daarnaast geldt dat de 'push'-factoren, die de versnelling van de particuliere kapitaalstroom naar ontwikkelingslanden hebben uitgelokt, aan belang hebben ingeboet. Beleggen op westerse markten lijkt met de alsmaar stijgende koersen een loterij zonder nieten en de vorming van de gezamenlijke EU-kapitaalmarkt is voor veel bedrijven een lonkend perspectief om fondsen aan te trekken om slagvaardig en adequaat in de EMU te kunnen opereren.

De 'pull'-factoren zijn ondanks de crises in Mexico, Rusland en Zuidoost-Azië niet wezenlijk gewijzigd. Wel hebben deze crises duidelijk gemaakt dat de perspectieven van vele ontwikkelingslanden vaak te rooskleurig worden voorgesteld en dat particuliere financiers zich nog steeds onvoldoende bewust zijn van de internationale financiële risico's

---

<sup>1</sup> De ontwikkelingssteun van de OECD-landen bedroeg bijvoorbeeld in het midden van de jaren tachtig 0,35% van het BNP, terwijl het in 1996 nog maar 0,25% bedroeg (bron: Wereldbank, *Global Development Finance*, 1998, blz. 50).

<sup>2</sup> Zo presteerde de wereldindex van Standard & Poor's in 1990-1997 43% beter dan de IFC-index voor emerging markets - *Financial Times*, 21/22 maart 1998.

<sup>3</sup> IMF, *Crisis in Asia: regional and global implications*, World Economic Outlook Interim Assessment, Washington D.C. dec. 1997.

<sup>4</sup> Bijv. aantallen doktoren, verplegend personeel en onderwijzers, kindersterfte, onderwijsparticipatie; zie Wereldbank, *World Development Report*, Oxford University Press, New York, 1994, blz. 214-217 en Wereldbank, *The East Asian miracle: economic growth and public policy*, Oxford University Press, New York, 1993.

<sup>5</sup> Bijv. gemiddeld 7,7 resp. 1,8% in de periode 1980-1992, Wereldbank, 1994, op.cit.

<sup>6</sup> OESO, *Economic Outlook*, nr. 63, Parijs, 1998.

7 Zie C.P. Kindleberger, *A financial history of Western Europe*, Oxford University Press, New York, 1989.

8 J. Bulow en K. Rogoff, A constant recontracting model of sovereign debt, *Journal of Political Economy*, 1989, blz. 155-178; B. Eichengreen en H. Lindert (red.), *The international debt crisis in historical perspective*, MIT, Cambridge, Mass., 1989; J.D. Sachs, *Developing country debt and economic performance*, NBER, Chicago, 1989.