

## **Financiële internationalisering en economische regulering**

Geld bespaart kosten. Het maakt het doen van transacties efficiënter in vergelijking met een systeem van warenruil en vormt daarmee een besparing op de inzet van productiefactoren. De productie van geld is onderhevig aan stringente regelgeving door de overheid. Dat was en is het geval bij de munt- en bankbiljettenproductie, waar bijna altijd sprake is van een staatsmonopolie. Het is ook het geval bij de girale geldproductie. Centrale banken - bijna altijd staatsbezit - beïnvloeden de kredietverlening van commerciële banken. Mede hierdoor zijn er tussen landen enorme verschillen ontstaan in rente en inflatie, en daarmee volop arbitrage- en speculatiemogelijkheden. Bij financiële internationalisering wordt van die mogelijkheden gebruik gemaakt. Onder internationalisering versta ik het grensoverschrijdende verkeer van produkten (goederen en diensten) en productiefactoren (bankleningen, investeringen, beleggingen en betalingsverkeer).

In deze bijdrage behandel ik eerst enkele conceptuele aspecten van financiële internationalisering. Daarna staan twee vragen centraal. Ten eerste waarom financiële internationalisering optreedt en welke determinanten hierbij een rol spelen. Ten tweede welke relatie er bestaat tussen financiële internationalisering en economische regulering.

### **Omvang en ontwikkeling van de internationale financiering**

Internationale financiering is in de economie reeds lang bekend. Oorspronkelijk was het vooral de handel die aanleiding gaf tot grensoverschrijdende kredietverlening (voor een historische analyse zie Kindleberger 1993). Maar handel enerzijds en financiering en belegging anderzijds zijn uit elkaar gegroeid. Financiering en belegging zijn steeds meer op zichzelf staande activiteiten geworden met eigen drijfveren en een ontwikkelingspatroon dat afwijkt van dat in de reële handelssfeer.

Internationaal kapitaalverkeer is het ruilen van financiële activa door mensen in verschillende landen en/of het ruilen van activa die luiden in verschillende valuta. Dit internationale kapitaalverkeer kent twee hoofdvormen: publiek en privaat kapitaalverkeer. Het publieke verkeer vindt plaats

door de monetaire en financiële autoriteiten van een land, zoals een centrale bank. Deze beheren de binnenlandse geldhoeveelheid en waken over de waarde van de munteenheid. Uit hoofde daarvan interveniëren ze op internationale geldmarkten. Een andere vorm van publiek verkeer is de ontwikkelingshulp. Het private kapitaalverkeer kan op zijn beurt onderscheiden worden in leningen en investeringen.

De kernfuncties van financiële instellingen in de economie zijn het doorsluizen van besparingen naar investeringen, de organisatie van het betalingsverkeer en het nauwlettend volgen van bedrijven en organisaties waar geld aan uitgeleend is (Boot en Van Goor, 1994; Scholtens, 1994a). De belangrijkste partijen op de internationale financiële markten zijn private en publieke financiële instellingen en multinationale ondernemingen. De laatste gebruiken deze markten voor de financiering van hun activiteiten en ter (tijdelijke) belegging van middelen. Publieke financiële instellingen gebruiken de markten bij hun monetaire politiek en bij de ontwikkelingspolitiek. Private financiële instellingen lenen uit en in via de internationale financiële markten en beleggen er hun middelen. Voor kleine huishoudens is rechtstreekse toegang tot de internationale markten in de praktijk afgesloten. Alleen door gebruik te maken van de diensten van financiële instellingen, bijvoorbeeld beleggingsinstellingen, kunnen zij de mogelijkheden van internationale markten benutten.

Een praktisch probleem bij het bestuderen van financiële internationalisering is het meten ervan. De internationale financiële dienstverlening en het kapitaalverkeer lijken zich eenvoudig aan de waarneming te onttrekken. Nog in het begin van deze eeuw vervoerde men per schip goud van de Verenigde Staten naar het Verenigd Koninkrijk om betalingsbalansonevenwichtigheden te verevenen. Nu zijn financiële diensten en kapitaal bijna onzichtbaar geworden omdat er een sterke dematerialisering van het geld heeft plaatsgevonden. Er staat sinds het begin van de jaren zeventig geen enkele reële basis meer tegenover het geld en daarmee is vertrouwen overgebleven als de enige reden om iets als geld te aanvaarden. Zonder het vertrouwen van mensen zijn bankbiljetten oud papier en zijn girale tegoeden niet meer dan magneetvelden op hard disks. Ontwikkelingen op het gebied van datacommunicatie vergemakkelijken de internationale financiële dienstverlening, maar bevorderen niet de zichtbaarheid ervan. Het tegendeel is zelfs het geval. Desalniettemin zijn er talloze maatstaven om financiële internationalisering aan te relateren. Over het internationale financierings-, beleggings- en handelsverkeer is vaak nog wel cijfermateriaal te traceren, maar bij de grensoverschrijdende financiële advies- en bemiddelingdiensten is dat nauwelijks het geval. In het vervolg blijven deze daarom buiten beschouwing. Door de beperkte beschikbaarheid van gegevens

zijn de landen die in de navolgende tabellen zijn opgenomen niet steeds dezelfde.

Veel gehanteerd als maat voor de financiële internationalisering zijn de totale grensoverschrijdende vorderingen van instellingen die aan de Bank for International Settlements (BIS) in Basel rapporteren. Dat zijn voornamelijk banken en effecteninstellingen uit OECD-lidstaten en uit centra als Hong Kong, Singapore, de Antillen, Bahama's, Kaaimaneilanden en Bahrein. De grensoverschrijdende vorderingen van banken bedroegen aan het eind van 1993 volgens de Bank for International Settlements bijna \$ 6.500 miljard (BIS, 1994). Jaarlijks nemen deze vorderingen toe met enkele honderden miljarden dollars.

Ook in vergelijking met het niet-financiële verkeer is er sprake van een stijging. Dat blijkt uit tabel 1, waarin de ontwikkeling weergegeven is van de omvang van de internationale financiële posities in de periode 1984-1993. De internationale financiering blijkt een forse groei te vertonen. Daarbinnen valt op dat de bancaire kredietverlening in de jaren tachtig relatief terugloopt. De rol van verhandelbare schuldtitels is daarentegen belangrijker geworden. Ter referentie zijn de financieringsposities (voorraden) gerelateerd aan het totaal van de mondiale export en import (stromen). Hieruit blijkt een relatieve stijging van de internationale financiering.

**Tabel 1** *Netto internationale financiering en internationale bankleningen, 1983-1993*

	internationale financiering (\$ miljard)	internationale bancaire kredietverlening (\$ miljard)	kredietver- lening als % van inter- nationale financiering	wereld- handel (\$ miljard)	internatio- nale finan- ciering als % wereld- handel
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1983	1850	1605	85	3465	53
1984	2035	1695	83	3686	55
1985	2215	1800	81	3712	60
1986	2505	1965	78	4073	61
1987	2885	2220	77	4776	60
1988	3200	2310	72	5459	59
1989	3530	2640	75	5922	60
1990	4375	3350	77	6775	64
1991	4800	3610	75	7002	69
1992	4940	3660	74	7496	66
1993	5180	3780	73	7538	68

Bronnen: BIS, Annual Report, diverse uitgaven; IMF, 1994a: 111-115

Van de vorderingen van financiële instellingen heeft een aanzienlijk en toenemend deel betrekking op het buitenland. Volgens het International Monetary Fund (1993) bedraagt het totale grensoverschrijdende effectenbezit van institutionele beleggers (verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen) aan het eind van 1991 bijna \$ 8.000 miljard. In tabel 2 is voor verschillende typen financiële instellingen in de landen waarvoor gegevens beschikbaar zijn het relatieve aandeel van buitenlandse activa vermeld. Uit deze tabel blijkt dat pensioenfondsen sterk zijn geïnternationaliseerd. Voor verzekeraars geldt dat in mindere mate, terwijl voor banken geen algemene conclusie uit tabel 2 te destilleren valt.

**Tabel 2** *Internationalisering van de balans van financiële instellingen*

	1980	1990
	%	%
België		
verzekeraars	5,5	5,2
banken	49,3	54,3
Canada		
levensverzekeraars	2,2	2,8
pensioenfondsen	6,1	7,0
banken	20,6	13,5
Japan		
particuliere verzekeraars	8,1	29,9
postale verzekeraar	0,0	11,6
banken	4,2	12,1
Nederland		
verzekeraars	6,9	20,2
particuliere pensioenfondsen	26,0	36,6
publieke pensioenfondsen	14,7	16,6
banken	33,1	36,1
Verenigd Koninkrijk		
verzekeraars	6,3	14,6
pensioenfondsen	10,8	23,2
banken	62,6	44,7

banken: buitenlandse activa van depositobanken als percentage van totale vorderingen; verzekeraars/pensioenfondsen: buitenlandse beleggingen als percentage van totale beleggingen

*Bron: BIS, 64th Annual Report: 148; IMF, 1994a*

Het internationale financiële verkeer komt niet alleen tot uitdrukking in grensoverschrijdende vorderingen. Die geven niet meer dan een momentopname, waardoor de continue effecten- en valutastromen buiten beschou-

wing blijven. Uit een enquête van de BIS (1993) blijkt dat in april 1992 per dag gemiddeld voor een bedrag van \$ 1.130 miljard netto op de valutamarkten verhandeld werd. Dit betekent op jaarbasis een bedrag van ongeveer \$ 300.000 miljard. Dat is meer dan veertig maal de totale wereldimport en -export in 1992. Circa de helft van de valutahandel bestaat uit contante transacties die binnen twee dagen geleverd worden. Bijna veertig procent bestaat uit zogenaamde swaps, waarbij twee partijen zich verplichten tot wederzijdse contante koop van valuta en tot terugkoop hiervan op termijn. Zo'n vijf procent van de valutastroom bestaat uit zogenaamde forwardcontracten waarbij twee partijen een termijntransactie overeenkomen. De resterende vijf procent heeft betrekking op valutafutures en -opties waarbij via een beurs gestandaardiseerde termijntransacties plaatsvinden.

Het handelsverkeer en het valutaverkeer zijn de afgelopen vijftien jaar zeer sterk uiteen gaan lopen. Dat blijkt uit tabel 3, waarin indexcijfers zijn opgenomen van de ontwikkeling van de valutahandel en de handel in goederen en diensten sedert 1979, het eerste jaar waarin de BIS een enquête hield op de valutamarkt. Het einde van het internationale monetaire stelsel van Bretton Woods, dat het loskoppelen van valuta van de dollar impliceerde, vergrootte de onzekerheid in de internationale economische betrekkingen en deed de behoefte ontstaan aan het afdekken van valutarisico's. Het bleek dat de handel in valuta op zichzelf ook volop inkomensmogelijkheden bood, door het moeilijk voorspelbare verloop van de wisselkoers. Met name dit laatste kan verantwoordelijk geacht worden voor de enorme omzetgroei in de valutahandel (Scholtens, 1990).

**Tabel 3** *Ontwikkeling van de valutahandel en de handel in goederen en diensten, indexcijfers (1979 = 100)*

	1979	1984	1986	1989	1992
valuta	100	209	445	980	1410
goederen en diensten	100	117	129	188	238

*Bronnen: Scholtens, 1990: 274; BIS, 1993; IMF, 1994a: 111-115*

De financiële internationalisering beperkt zich niet alleen tot de belangrijkste OECD-landen. De financieringsstromen naar ontwikkelingslanden nemen ook sterk in omvang toe. De internationale schuldencrisis uit het begin van de jaren tachtig heeft, naar het zich nu laat aanzien, slechts voor een tijdelijke hapering in de kapitaaltransfer gezorgd. In 1993 werd bijvoorbeeld door private financiers (banken, bedrijven, institutionele beleggers) voor meer dan \$ 100 miljard uitgezet in ontwikkelingslanden.

Meer dan de helft daarvan bestond uit directe investeringen. De officiële ontwikkelingshulp bedroeg in 1993 naar schatting zo'n \$ 64 miljard. Tabel 4 toont de ontwikkeling en samenstelling van de internationale kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden tussen 1984 en 1993. In de eerste plaats valt de sterke groei op van deze stroom. Indien ze in 1984 op 100 wordt gesteld, is ze in 1993 gestegen tot 250 (een stijging van 150%). Dit komt vooral voor rekening van de private financiering. In tien jaar tijd is deze met meer dan 200% toegenomen. Vooral de directe investeringen en de beleggingen (portefeuillekapitaal) zijn absoluut en relatief zeer sterk gestegen. Bij de leningen valt een forse relatieve teruggang te constateren. Bij het officiële verkeer met de ontwikkelingslanden is de groei beperkt gebleven tot bijna 90% over de gehele tienjaarsperiode. De nonconcessionele leningen bleven in omvang gelijk. Het bedrag aan concessionele leningen verdubbelde, terwijl de overdrachten bijna verdrievoudigden.

**Tabel 4** *Ontwikkeling en samenstelling van de kapitaalstromen naar ontwikkelingslanden, 1984-1993*

	1984	1993
	%	%
Officiële financiering	49	36
- overdrachten om niet	18	20
- concessionele leningen	13	9
- nonconcessionele leningen	18	7
Private financiering	51	64
- portefeuillekapitaal	0	7
- directe investeringen	13	32
- leningen + overige	38	25
Totaal (\$ miljard)	70,6	176,7
(indexcijfers 1984 = 100)	100	250

Bron: IFC, 1994: 6

## Kanttekeningen bij de internationalisering

De opvatting dat financiële internationalisering toeneemt is niet onomstreden. Zo is bijvoorbeeld Kindleberger (1988) van mening dat de huidige graad van internationalisering gering is in vergelijking met een eeuw

geleden. Kindleberger baseert zich daarbij met name op de betalingsbalanssaldi van landen. Tekorten en overschotten op de betalingsbalans van landen waren toen relatief (als percentage van het bruto binnenlands produkt) groter dan nu het geval is. Voor de grootste industrielanden is het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans na de Tweede Wereldoorlog meestal niet groter dan vier procent van het bruto binnenlands produkt. In de tweede helft van de vorige eeuw kon dat wel tien procent bedragen. Kindleberger leidt daaruit af dat de relatieve autonomie van landen wat dit betreft groter geworden is. De vraag is echter of deze vergelijking verantwoord is. De economische structuur in de tweede helft van de vorige eeuw van de landen waaraan Kindleberger refereert was veel eenvoudiger dan nu het geval is en een veel groter deel van de produktie was nog niet geformaliseerd. Momenteel hebben ook verschillende ontwikkelingslanden betalingsbalanssaldi die als percentage van het bruto binnenlands produkt zeer aanzienlijk zijn.

Feldstein en Horioka (1980) menen dat er weliswaar forse internationale kapitaalbewegingen optreden, maar dat nationale financiële systemen nog in hoge mate van elkaar gescheiden zijn. Ook zij staan sceptisch tegenover de claim van een hoge graad en snelle toename van financiële internationalisering. Zij baseren zich daarbij op een sterke correlatie tussen de besparingen en investeringen in industrielanden. Dit duidt volgens hen op scheiding van nationale financiële markten, omdat er per saldo weinig instroom of uitstroom van kapitaal plaatsvindt. Buitenlands kapitaal wordt daarom in hun ogen nauwelijks gebruikt voor de financiering van economische activiteit en effectief achten zij de financiële internationalisering dan ook beperkt. Recenter onderzoek, dat ook ontwikkelingslanden in beschouwing neemt, komt tot vergelijkbare conclusies (zie Montiel, 1994). Maar doordat Feldstein en Horioka zich op macro-economische gegevens baseren, onttrekken de motieven van het kapitaalverkeer zich aan hun blikveld. Internationale financiers plegen hun investeringen en beleggingen sterk te spreiden om de risico's te verminderen. Voor een bepaald land geldt dan bijvoorbeeld dat de besparingen voor een deel naar het buitenland gesluisd worden, terwijl tegelijkertijd een deel van de investeringen met buitenlandse middelen gefinancierd wordt. Zo beleggen pensioenfondsen uit de Verenigde Staten in de Nederlandse staatsschuld, terwijl tegelijkertijd Nederlandse pensioenfondsen in de Verenigde Staten beleggen.

Concluderend lijkt er in de afgelopen jaren zeker sprake te zijn van toegenomen financiële internationalisering. De kanttekeningen die geplaatst zijn door Kindleberger zijn op zichzelf wellicht juist, maar de betalingsbalans geeft geen volledig beeld van financiële internationalisering. Inzicht in de

motieven en de verschillende soorten kapitaalverkeer ontbreekt in dit perspectief. Dat geldt ook voor de bevindingen van Feldstein en Horioka, die eveneens uitsluitend gericht zijn op macro-economische relaties. Krugman (1993) waarschuwt terecht voor overspannen verwachtingen over de invloed en de omvang van financiële relaties tussen ontwikkelde en ontwikkelingslanden. De meeste financiële internationalisering vindt vooralsnog plaats binnen de OECD-landen.

## **Conditie en drijfveren voor financiële internationalisering**

Welke factoren liggen ten grondslag aan de financiële internationalisering? Ik onderscheid condities en drijfveren. Bij de condities gaat het om deregulering en automatisering. Vooral deregulering is van belang. Regulering heeft betrekking op de voorwaarden waaronder partijen, in een bepaalde juridische context, kunnen opereren. In dit perspectief kan internationalisering, bij verandering van de regulering, gezien worden als een aanpassing aan een veranderende institutionele omgeving.

### *Conditie*

De financiële sector is onderhevig aan een zeer uitgebreid stelsel van regelgeving. Uit hoofde van macro-economische en monetaire overwegingen is het noodzakelijk dat er een efficiënt functionerend financieel systeem bestaat dat zorg draagt voor het doorsluizen van besparingen naar investeringen. Ondernemers hebben geld nodig voor hun projecten. Efficiënte financiële instellingen zijn een noodzakelijke voorwaarde voor efficiëntie in de rest van de economie (zie Bryant, 1987). Financiële regelgeving is geen eenrichtingsverkeer maar een schier eindeloos spel: gereguleerde partijen trachten de gevolgen van regelgeving te ontlopen door ontwijkingsgedrag. Dat kan zijn het zich onttrekken aan het toezicht, bijvoorbeeld door vestiging elders, of door proces- en produktinnovaties, waarbij het nieuwe proces of produkt niet meer valt onder de definitie van de gereguleerde activiteit. Na verloop van tijd wil de regelgever ook dit produkt of proces onderwerpen aan zijn controle en komt met nieuwe regelgeving. Dit doet weer de behoefte ontstaan aan ontwijking. Deze dynamiek wordt door Edward Kane (1987) reguleringsdialectiek genoemd. Een gevolg hiervan is dat de praktijk uiteindelijk sterk afwijkt van de door de regelgever beoogde situatie.



De jaren tachtig hebben een ongekende golf van deregulering te zien gegeven. Deze deregulering werd ingegeven door de gedachte dat de traditionele overheidsinterventie onvoldoende soelaas bood bij het oplossen van de problemen waarmee de industrielanden te kampen hadden sinds de recessie in het midden van de jaren zeventig. De werkloosheid en het begrotingstekort van de overheid bleken in toenemende mate structureel van aard te zijn en op de wereldmarkten moest meer en meer terrein prijsgegeven worden aan landen als Taiwan en Korea. Een sturende rol van de overheid werd niet langer gezien als een oplossing, maar eerder als een probleem, soms zelfs als een oorzaak van de problemen. Langzaam werd de vraaggerichte benadering van economische problemen vervangen door een aanbodgerichte. Het vertrouwen in de almachtige en alwetende overheid werd ingewisseld voor een rotsvast vertrouwen in de almachtige en alwetende markt. De financiële deregulering gold vooral het valutaverkeer, het kapitaalverkeer en de speelruimte voor financiële instellingen (markttoegang en marktstructuur). In de afgelopen jaren zijn talloze regels minder knellend geworden, terwijl ook nieuwe regels zijn opgesteld, veelal in overleg met andere landen.

Ten eerste is in de jaren tachtig de omwisselbaarheid van valuta vergemakkelijkt. Zowel het aantal landen dat omwisseling toestaat van de eigen munt in vreemde valuta en vice versa, als het aantal soorten transacties waarop deze omwisseling betrekking heeft, zoals uitgifte van leningen en aandelen, is aanzienlijk toegenomen. Landen met een centraal geleide volkshuishouding kenden vele decennia inconvertibiliteit. In de overgang naar een meer marktgeoriënteerd systeem zijn de meeste van hen er toe overgegaan hun munt inwisselbaar te maken voor vreemde valuta. Het vrijmaken van het valutaverkeer vergemakkelijkt deelname aan het internationale handelsverkeer omdat internationale prijsverhoudingen minder vertroebeld worden. Op regionaal en globaal niveau zijn in- en uitvoertarieven en non-tarifaire handelsbelemmeringen teruggedrongen. Dit maakt het mogelijk dat de interactie tussen verschillende economieën toeneemt.

In de tweede plaats zijn restricties met betrekking tot het verkeer van kapitaal en financiële diensten versoepeld. Zo mogen in steeds meer landen buitenlanders aandelen en obligaties uitgeven. Het aantal maatregelen gericht op de beperking van de uitstroom van kapitaal enerzijds en op het beperken van de invloed van buitenlands kapitaal op de binnenlandse economie anderzijds, is gereduceerd. In de OECD-landen nam het percentage van de soorten kapitaalbewegingen waarop restricties van toepassing zijn in totaal af van ruim 40% in 1965 naar minder dan 30% in 1990. Het percentage van de soorten kapitaalbewegingen waarop vergaande en algemene belemmeringen van toepassing zijn nam af van bijna 25% tot minder dan

5% (OECD, 1990). In samenhang hiermee is - meestal in regionaal verband zoals binnen de Noordamerikaanse NAFTA of de Europese Unie - de vestigingsvrijheid van financiële instellingen vergroot. Daar staat tegenover dat deze vrijheid van vestiging vaak gekoppeld is aan strengere toezicht door financiële autoriteiten. Met het toestaan van vestiging van financiële instellingen is het toezicht op de instellingen verscherpt. Zo zijn bijvoorbeeld de eisen aan het eigen vermogen van banken fors verhoogd.

Ten derde worden de belemmeringen voor buitenlanders om op beurzen te beleggen verminderd, terwijl in veel landen ook beperkingen voor pensioenfondsen om in het buitenland te beleggen minder knellend worden. Doordat de mensen die premie betalen voor een oudedagsvoorziening nog in aantal toenemen, en doordat bovendien hun gemiddelde inkomen stijgt, krijgen institutionele beleggers (met name pensioenfondsen en levensverzekeraars) de beschikking over steeds meer middelen.

De forse groei van de vermogens bij institutionele beleggers wordt nog versterkt doordat de van overheidswege verzorgde publieke pensioenvoorziening in veel landen onder druk staat. Financieringssystemen gebaseerd op solidariteit maken plaats voor particuliere pensioenvoorzieningen. De financiering van publieke pensioenen die voor iedereen gelden (bijvoorbeeld de Nederlandse AOW), vindt bijna altijd plaats via het omslagstelsel. Hierbij worden de overdrachten aan mensen die recht hebben op een pensioen gefinancierd door mensen die nog niet gepensioneerd zijn. Bij niet-publieke pensioenen wordt veelal het kapitaaldeckingsstelsel gehanteerd. Hierbij betaalt men premie voor het eigen pensioen. De premie wordt belegd en de beleggingsopbrengsten worden herbelegd. Hierdoor vindt vermogensopbouw plaats. De pensioenfondsen zijn bij een kapitaaldeckingsstelsel zeer veel groter dan bij het omslagstelsel. Het terugtreden van de overheid op pensioengebied leidt daarom tot een sterke groei van de te beleggen vermogens.

Behalve de deregulering hebben ook technologische ontwikkelingen bijgedragen aan de toegenomen internationalisering. De ontwikkeling van elektronische gegevensverwerking en berichtenverkeer heeft een enorme impuls gegeven aan de financiële dienstverlening. Gegevens worden door nieuwe datacommunicatietechnieken sneller en beter toegankelijk, hetgeen de dienstverlening in kwantitatieve en kwalitatieve zin beïnvloedt. Door automatisering kunnen ook handelssystemen op de financiële markten veranderen. Datacommunicatie maakt bijvoorbeeld schermenhandel mogelijk. Informatie komt hierbij onmiddellijk beschikbaar en kan aanleiding geven tot aankoop- en verkoopbeslissingen die onmiddellijk uitgevoerd kunnen worden. Hierdoor wordt nieuwe informatie steeds sneller in prijzen van financiële activa weerspiegeld. Verwant hiermee is de ontwikkeling

van *over-the-counter* markten, dat zijn markten die buiten officiële beurzen om georganiseerd zijn. Miljardentransacties in Nederlandse staatsobligaties lopen bijvoorbeeld via enkele relatief kleine Londense bemiddelaars in plaats van via de Amsterdamse Effectenbeurs.

### *Drijfveren*

Deregulering en technologische innovatie bepalen in belangrijke mate hoe financiële instellingen kunnen internationaliseren. Daarnaast is uiteraard de wil om te internationaliseren relevant. Dat financiële instellingen ook feitelijk gebruik maken van de nieuwe mogelijkheden hangt samen met twee drijfveren (Scholtens, 1994a). In de eerste plaats de wens om het contact met de klanten zo goed mogelijk te onderhouden. In de tweede plaats het benutten van de mogelijkheden die buitenlandse markten bieden.

De eerste drijfveer vloeit voort uit het vertrouwelijke en informatie-intensieve karakter van financiële dienstverlening. Omdat een ondernemer die geld nodig heeft voor een project altijd beter op de hoogte is van het wel en wee van zo'n project en van zijn eigen betalingsgedrag dan een buitenstaander, moet een geldgever zo veel mogelijk informatie verzamelen over de ondernemer en zijn project. Een bank is wat dat betreft een informatiespecialist. Alvorens een bank overgaat tot het uitlenen van geld zal deze een ondernemingsplan willen zien en inzicht willen hebben in de capaciteiten van de ondernemer. In ruil voor de lening zal de bank toegang willen hebben tot alle beschikbare informatie en zal ze zekerheden eisen. Een goede informatiebron voor de bank is het betalingsverkeer van de onderneming. Dit geeft inzicht in betalingen aan en overmakingen door de onderneming. Als de onderneming internationaliseert zal de bank inzicht willen blijven houden en ook het internationale betalingsverkeer voor haar rekening willen nemen. Omdat de bank de onderneming goed kent en er een vertrouwensrelatie bestaat, heeft de bank een voordeel tegenover buitenlandse banken. In die zin geldt in navolging van de uitdrukking 'de handel volgt de vlag' ook 'de bank volgt de handel'.

De tweede drijfveer hangt samen met de kenmerken en kwaliteiten van de financiële instelling zelf. Door zich niet alleen te richten op nationale financiële dienstverlening maar door kennis en vaardigheden ook in het buitenland aan te bieden, kan de financiële instelling meer profijt trekken van de investeringen die nodig zijn om die kennis en vaardigheden te verwerven. Door verschillen in inzicht, mogelijkheden en verwachtingen bestaat er in verschillende valuta volop vraag en aanbod naar vermogenstittels. Internationalisering biedt tevens mogelijkheden om gebruik te maken

van schaalvoordelen en van meer risicodiversificatie. Banken gebruiken internationale geldmarkten verder bij hun liquiditeitsbeheer. Een pensioenfonds kan door internationalisering van de beleggingen het risico van de portefeuille terugdringen.

Om de enorme toestroom van middelen tegen zo gering mogelijke risico's te beleggen is het noodzakelijk dat pensioenfondsen over een goed gespreide portefeuille beschikken. Dat kan eigenlijk alleen door ook in het buitenland te beleggen (zie tabel 2). Als institutionele beleggers de hen toevertrouwde middelen uitsluitend in eigen land zouden beleggen zou dit ten koste kunnen gaan van de liquiditeit en daarmee van het rendement. Aan- en verkopen voor relatief grote bedragen kunnen de prijs beïnvloeden, wat het rendement drukt. Als bijvoorbeeld het ABP al haar aandelen ineens op de Amsterdamse Effectenbeurs zou verkopen, zouden er te weinig kopers zijn om ze tegen de dan geldende prijzen af te nemen. Het gevolg is een daling van de beurskoersen en daarmee een rendementsverslechtering voor het ABP. Bij internationale spreiding is dit veel minder gauw het geval, want één individuele marktpartij is dan relatief veel kleiner. Door niet alle beleggingen in één land te doen kan een pensioenfonds de verwachte waarde van de opbrengsten vergroten bij een zelfde risiconiveau of dezelfde opbrengsten realiseren bij een lager risiconiveau. Dit diversificatiemechanisme geldt niet alleen ten aanzien van financiële markten. Doordat de economische ontwikkeling (investeringen, besparingen, consumptie, overheidsfinanciën) van landen niet volstrekt synchroon loopt kunnen door internationalisering de inkomsten van financiële instellingen meer gelijkmatig zijn en hun risicoprofiel beperkt. Voor verzekeringsmaatschappijen geldt daarbij tevens dat het schade- en sterfepatroon tussen landen uiteen loopt; zo doen zich niet overal tegelijkertijd aardbevingen, epidemieën of orkanen voor.

### **Risico's en kosten**

Financiële internationalisering is niet zonder risico's. In de eerste plaats zijn er additionele financiële risico's vergeleken met financiering in een puur binnenlandse context, zoals het wisselkoersrisico en het landenrisico. Het hebben van vorderingen (leningen, beleggingen) die luiden in vreemde valuta impliceert een wisselkoersrisico en een kredietrisico op het land waarin belegd wordt (landenrisico). Het wisselkoersrisico houdt in dat de opbrengsten van activiteiten beïnvloedt kunnen worden door veranderingen in de relatieve prijsverhouding tussen valuta. Een Nederlandse importeur rekent in guldens, maar als de geïmporteerde goederen in dollars betaald

moeten worden is de winst op de transactie afhankelijk van de ontwikkeling van de dollarkoers van de gulden. Bij het landenrisico gaat het om de mogelijkheid dat een bank of bedrijf geld uit het buitenland niet naar het eigen land kan overmaken omdat de autoriteiten dit niet toestaan. Nationalisatie van bezittingen is een uitdrukking van het landenrisico. Het vertrouwen in de overheid van een land is daarom een belangrijke factor bij de beslissing van financiële instellingen om zaken te financieren met ingezetenen van dat land. Als dat vertrouwen ontbreekt heeft dit tot gevolg dat die ingezetenen moeilijk aan geld voor activiteiten kunnen komen, zelfs als ze bereid ze een hogere rente te betalen.

Een risico dat sterk verandert door internationalisering is het systeemrisico. Systeemrisico heeft betrekking op de gevoeligheid van financiële instellingen voor problemen bij andere financiële instellingen. Door het bestaan van zeer omvangrijke wederzijdse vorderingen en verplichtingen in het financiële systeem zijn financiële instellingen kwetsbaar als één grote instelling plotseling niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen. De mogelijkheid bestaat dat zij in de val van deze instelling meegesleurd worden. Bij internationalisering neemt het aantal relaties fors toe. Dat impliceert enerzijds dat de gevoeligheid uitgebreid wordt tot een aanzienlijk groter aantal financiële instellingen. Anderzijds neemt de gezamenlijke buffercapaciteit in een geïntegreerd systeem toe en is een financiële instelling wat dat betreft juist minder gevoelig. Bij internationalisering neemt de kans op schokken toe, maar het effect van die schokken lijkt beter opgevangen te kunnen worden.

Daarnaast zijn er aanzienlijke kosten verbonden aan de internationalisering. Allereerst zijn de informatiekosten veel hoger dan bij binnenlandse activiteiten. Maar er zijn ook andere kostencategorieën. Nog steeds hebben de autoriteiten in veel landen hun markten afgeschermd van buitenlandse invloeden, omdat de toestroom van buitenlands kapitaal in hun ogen allerlei ongewenste effecten kan hebben, zoals verminderde effectiviteit van monetair beleid, meer prijsfluctuaties en betalingsbalansonevenwichtigheden. De imperfecties van de markt zoals een beperkte liquiditeit, beperkte concurrentie, slechte informatievoorziening door bedrijven of een zwak juridisch kader, impliceren ook kosten voor de buitenlandse financiële instelling.

Verder zijn de eerdergenoemde diversificatievoordelen met betrekking tot het beleggen op buitenlandse markten niet blijvend. De financiële markten raken door de toenemende internationale kapitaalstromen meer en meer geïntegreerd. Door de toegenomen institutionalisering van de oudedagsvoorziening komt een steeds groter deel van de beleggingen in handen van een kleine groep beslissers die op basis van grotendeels dezelfde

informatie gelijksoortige beslissingen moeten nemen. Verder wordt in toenemende mate belegd in fondsen die samen de marktindex (gemiddelde van alle beursfondsen) weergeven. Dit heeft tot gevolg dat portefeuilles van institutionele beleggers steeds meer gelijkenis gaan vertonen. Een andere factor die de financiële integratie versterkt is de sterke regionaal-economische integratie, bijvoorbeeld de vorming van de Europese Unie en vrijhandelszones in Azië en Amerika. Dit geeft een impuls aan de handel en tegelijkertijd maakt het ondernemingen en landen in toenemende mate van elkaar afhankelijk. Buitenlandse beleggers investeren en realloceren hun middelen tussen verschillende landen en sectoren op grond van verwachtingen over relatieve rendementsontwikkelingen. Dat kan betekenen dat koersfluctuaties in toenemende mate gaan correleren. Dit beperkt de voordelen die internationale diversificatie biedt bij gesegmenteerde financiële markten en doet een oorspronkelijk motief voor internationalisering weer teniet.

### **Gevolgen van financiële internationalisering voor regulering**

Financiële internationalisering vermindert de mogelijkheden voor nationale autoriteiten om zelfstandig financieel beleid te voeren. Dat geldt allereerst het beleid voor financiële instellingen, die zich makkelijker aan toezicht kunnen onttrekken door activiteiten formeel buiten het land te laten plaatsvinden. Maar het geldt ook voor de effectiviteit van begrotingsbeleid en van monetair beleid.

Bij begrotingsbeleid lekt bij integratie een steeds groter deel van de mogelijke effecten als het ware weg naar het buitenland en loopt de invloed van dergelijk beleid terug. Een bestedingsimpuls ter bestrijding van de werkloosheid heeft in een open economie veel minder effect dan in een gesloten systeem. In een open economie zullen ook buitenlandse maatregelen binnenslands merkbaar zijn. Dit kan het eigen beleid versterken, maar het kan ook verstrend uitwerken. Dat roept de noodzaak van beleidscoördinatie in het leven, zoals bijvoorbeeld geschiedt in de Europese Unie en in fora als de Groep van Zeven (Verenigde Staten, Canada, Japan, Duitsland, Frankrijk, Italië, Verenigd Koninkrijk).

De financiering van begrotingstekorten houdt nauw verband met financiële internationalisering. Overheden met structurele tekorten zullen in toenemende mate hun oren moeten laten hangen naar de buitenlandse financiers. Bij het oplopen van de overheidsschuld zijn overheden in toenemende mate genoodzaakt op openbare kapitaalmarkten middelen op te nemen. Bij vrij kapitaalverkeer zullen buitenlandse beleggers bereid zijn

een deel van de financiering van begrotingstekorten voor hun rekening te nemen. Vanwege portefeuille-overwegingen kan dit om zeer forse bedragen gaan. Lange tijd konden beleggers niet in de staatsschuld van een ander land beleggen. Nu dat wel mogelijk is - en men vindt de risico-rendementsverhouding gunstig - nemen zij deel voor aanzienlijke bedragen. Zo is het aandeel van buitenlanders in de Nederlandse staatsschuld momenteel bijna een kwart. Van nieuwe Nederlandse staatsleningen wordt inmiddels dikwijls meer dan driekwart opgenomen door buitenlandse partijen. Dat betekent dat de overheid gevoeliger wordt voor de 'tucht' van de internationale kapitaalmarkt. Haar gedrag zal van invloed zijn op de prijs die ze moet betalen om de financiering van haar tekorten veilig te stellen. Zo moet een overheid die geen adequaat aanpassingsprogramma kan laten zien voor de reductie van haar tekorten, rekening houden met een hogere rentevergoeding aan de buitenlandse financiers. Die eisen een risicopremie voor het geval de overheid haar verplichtingen niet kan nakomen. Tabel 5 geeft een overzicht van de staatsschuld in 1980 en 1992 van een aantal westerse landen en bevat een indicatie van het relatieve aandeel van buitenlandse beleggers in de staatsschuld. Het blijkt dat de staatsschuld in absolute en in relatieve zin zeer sterk is toegenomen, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk. Het aandeel van buitenlanders in de staatsschuld is nog veel sterker gestegen, met uitzondering van de Verenigde Staten.

Tabel 5 Staatsschuld en buitenlands houderschap, 1980 en 1992

	1980		aandeel buiten- land	1992		aandeel buiten- land
	staatsschuld \$ mrd	% BBP		staatsschuld \$ mrd	% BBP	
Canada	73	25,2	14	296	50,6	25
Duitsland	120	16,0	9	497	25,8	26
Frankrijk	93	14,9	.	348	26,6	43
Nederland	46	29,1	5 <sup>1</sup>	198	62,5	24 <sup>1</sup>
VS	738	27,2	21	3142	49,7	19
VK	254	48,9	9	371	37,2	17

<sup>1</sup> Schattingen

Bron: IMF, 1994b: 35, 40

Bij het monetaire beleid betekent internationalisering dat voor het handhaven van een stabiel binnenlands prijspeil het stabiliseren van de wisselkoers steeds belangrijker wordt. De invloed van de nationale monetaire autoriteit-

ten beperkt zich echter uitsluitend tot de instellingen die onder haar jurisdictie vallen en niet tot alle marktparticipanten die van invloed zijn op de prijsvorming op valutamarkten. Daarnaast heeft financiële internationalisering tot gevolg dat het gebruik van financiële innovaties door financiële instellingen kan toenemen. Door het ontstaan van internationale netwerken raken nieuwe financiële producten veel sneller verspreid. De innovaties beïnvloeden eveneens de effectiviteit van het monetaire beleid. Verschillende innovaties, zoals financiële rechten met een termijnkarakter en ruilovereenkomsten, maken het mogelijk dat financiële instellingen regulering gedeeltelijk kunnen ontwijken of uitstellen. Financiële internationalisering en innovatie heeft meestal ook tot gevolg dat de betekenis van banken in het financiële systeem terugloopt. Daarmee nemen de mogelijkheden van autoriteiten af om via hun traditionele instrumentarium, dat bij uitstek op banken gericht is, de economie te beïnvloeden.

Vanwege de additionele risico's van financiële internationalisering achten veel overheden het gewenst dat de regulering aangepast wordt. Het gaat daarbij met name om internationale coördinatie en harmonisatie van beleid ten einde de verminderde effectiviteit van het reguliere financiële toezicht tegen te gaan. Door vergelijkbare productie- en concurrentievoorwaarden te creëren gaat er een minder versturende werking uit van internationalisering (*leveling the playing field*). Op dit gebied is men het meest ver gevorderd met het solvabiliteitstoezicht op banken. Onder auspiciën van de Bank for International Settlements zijn door centrale banken uit verschillende landen afspraken gemaakt over definities van eigen vermogen, over de groepering van balansposten en over de indeling van activa in risicoklassen. Bijvoorbeeld tegenover de naar risicograad gewogen financiële activa moeten internationaal opererende banken minstens acht procent eigen vermogen aanhouden. Ook de Europese Unie heeft deze afspraak overgenomen. Het betekent dat de kosten van kredietverlening stijgen en dat het comparatieve voordeel van banken terugloopt.

Een andere aanpassing van de regulering is te vinden in de gewijzigde opstelling van multilaterale financiële instellingen, zoals het IMF en de Wereldbank. Het loslaten van het stelsel van Bretton Woods was hier debet aan. Dit had immers tot gevolg dat er steeds minder greep mogelijk was op het mondiale monetaire systeem. Dit werd versterkt door de financiële deregulering. De rol van het IMF werd overgenomen door minder formele verbanden als de halfjaarlijkse bijeenkomsten van de regeringsleiders en staatshoofden van de Groep van Zeven. Maar uit deze fora kwam weinig concreets wat een disciplinerende uitwerking had op de internationale financiële markten. Vanwege de negatieve ervaringen met de mogelijkheid van sturing van het internationale financiële systeem verlegde men de



aandacht. Tot het begin van de jaren zeventig waren deze Bretton Woods instellingen sterk gericht op de industrielanden, daarna meer en meer - en de Wereldbank bij uitstek - op ontwikkelingslanden. In de jaren tachtig gingen veel overheden hun voorheen bilaterale financiering van ontwikkelingslanden in toenemende mate sluizen via de multilaterale instellingen.

Een probleem bij internationaal beleid, met name indien gericht op financiële instellingen, is dat de reguleringsdialectiek zich bij uitstek doet gelden. In een strikt nationale context hebben regelgevers reeds een grote achterstand op degenen die gereguleerd worden. In een internationale context wordt dit verschil alleen maar groter. Het beleidstraject (vorming, uitvoering, handhaving) wordt namelijk verlengd doordat de beleidsmakers, -uitvoerders en -handhavers steeds ook internationaal overleg moeten voeren en tot consensus moeten zien te geraken. Door financiële internationalisering is de noodzaak van internationale financiële beleidscoördinatie toegenomen, maar het instrument (regulering) is juist door de internationalisering minder effectief geworden.

## **Conclusie**

Financiële internationalisering betekent dat mensen beter toegang krijgen tot de produktiefactor kapitaal en dat ze deze efficiënter kunnen aanwenden. De toegenomen interdependentie tussen landen maakt dat mensen beter gebruik kunnen maken van kennis en vaardigheden die door buitenlanders ontwikkeld zijn. In het afgelopen decennium is financiële internationalisering in diverse opzichten toegenomen. Dit wordt veroorzaakt door de deregulering van het kapitaalverkeer, de ontwikkeling van elektronische informatiemedia, financiële innovatie en de macro-economische ontwikkeling.

De gevolgen daarvan zijn tweërlei. In de eerste plaats is de invloed van nationale autoriteiten verminderd. Dat geldt met name hun monetaire autonomie: overheden kunnen minder hun stempel drukken op de economische ontwikkeling omdat er sprake is van het weglekken van hun inspanningen, van ontwijkmogelijkheden van de particuliere sector en van beïnvloeding door het buitenland. Een tweede gevolg is de toegenomen beweeglijkheid van de prijzen van financiële titels en van wisselkoersen. Financiële internationalisering brengt additionele risico's met zich mee zoals het valutarisico en het landenrisico. De grotere beweeglijkheid en de risico's zijn overigens aanleiding voor financiële instellingen om nieuwe producten te ontwikkelen waarmee deze beheerst kunnen worden. Voor autoriteiten is het een aanleiding om stringenter toezicht op financiële instellingen uit te gaan oefenen.

Omdat financiële internationalisering de effectiviteit van nationaal beleid vermindert pogen nationale overheden als reactie daarop te komen tot internationale afspraken over monetaire en financiële politiek. Nationaal beleid moet dan in toenemende mate afgestemd worden op de eisen van buitenlandse overheden en op die van buitenlandse schuldeisers. Maar tegelijkertijd lijkt het financiële systeem niet zonder regulering te kunnen. Zonder regulering is het moeilijk om het vertrouwen van het publiek te veroveren en te behouden. Een cruciale vraag is dan welk evenwicht gevonden moet worden tussen regulering en deregulering.

## Literatuur

- Bank for International Settlements, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992*, Basle, March 1993.
- Bank for International Settlements, *64th Annual Report*, Basle, June 1994.
- Boot, A.W.A. & L.H. van Goor, De toekomst van bancaire financiering, *Economisch Statistische Berichten*, 79, 1994: 656-660.
- Bryant, R.C., *International Financial Intermediation*, Washington D.C., 1987.
- Feldstein, M. & C. Horioka, Domestic saving and international capital flows, *Economic Journal*, 90, 1980: 314-329.
- International Finance Corporation (IFC), *Emerging Stock Markets Factbook 1994*, Washington D.C., 1994.
- International Monetary Fund (IMF), *International Capital Markets. Part I Exchange Rate Management and International Capital Flows*, Washington D.C., 1993.
- International Monetary Fund (IMF), *International Financial Statistics Yearbook*, 47, Washington D.C., 1994a.
- International Monetary Fund (IMF), *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Policy Issues*, Washington D.C., 1994b.
- Kane, E.J., Competitive financial reregulation: an international perspective, In: Richard Portes, Alexander K. Swoboda (eds.), *Threats to International Financial Stability*, Cambridge, 1987, 111-145.
- Kindleberger, C.P., *International Capital Movements*, Cambridge, 1988.
- Kindleberger, C.P., *A Financial History of Western Europe*, New York and Oxford, 1993.
- Krugman, P., International finance and economic development. In: A. Giovannini (ed.), *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge, 1993, 11-24.
- Montiel, P.J., Capital mobility in developing countries: Some measurement issues and empirical estimates, *World Bank Economic Review*, 8, 1994, 311-330.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Liberalisation of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area*, Paris, 1990.
- Scholtens, L.J.R., Banken en valutahandel. In: H. Jager, E. de Jong (red.), *Internationale Financiering*, Leiden en Antwerpen, 1990, 265-281.
- Scholtens, L.J.R., *Towards a Theory of International Financial Intermediation*, Amsterdam, 1994a.

Scholtens, L.J.R., Financiering en economische ontwikkeling, in: J.E. Ligterink, L.J.R. Scholtens (red.), *Emerging Financial Markets. Een analyse van de betekenis en de risico's van internationale beleggingen*, Amsterdam, 1994b, 19-34.

---