

Financiële mondialisering en mondiale kwetsbaarheden

Empirisch gezien blijken financieel open landen gemiddeld beter bestand tegen valutacrisis, maar een plotselinge toevloed van kapitaal kan destabiliserend werken, vooral bij een zwakke financiële sector. Gezien de toenemende financiële integratie dienen landen naar middelen te zoeken om financiële risico's effectief te beperken.

AYAKO SAIKI
Economisch
onderzoeker bij De
Nederlandsche Bank

JON FROST
Economisch
onderzoeker bij De
Nederlandsche Bank

De jongste financiële wereldcrisis en de herinvoering van kapitaalrestricties in twee ontwikkelde landen – IJsland en Cyprus – hebben het aloude debat over de voordelen en gevaren van een geliberaliseerde kapitaalrekening weer opgerakeld. In een column in de *New York Times* stelt Paul Krugman (2013): “*unrestricted movement of capital is looking more and more like a failed experiment*”. Inderdaad hebben internationale kapitaalstromen een rol gespeeld in tal van evenwichtsverstoringen, ook in ontwikkelde landen. Buitenlands kapitaal heeft excessieve kredietverlening aangejaagd in een groot aantal economieën, waaronder de Verenigde Staten, Spanje en Ierland; en als de crisis komt, vloeit het veelal weer abrupt weg. Toch zijn er ook financieel open landen waar in de afgelopen periode geen financiële instabiliteit is opgetreden, zoals Hongkong, Singapore, Nieuw-Zeeland en Noorwegen.

Diverse onderzoeken hebben het groeibevorderende effect van open financiële markten aangetoond (Kose *et al.*, 2006; Edwards, 2001). Twee voorbeelden hiervan zijn de technologie-overdracht als gevolg van buitenlandse directe investeringen en de ruimere beschikbaarheid van krediet voor kleine ondernemingen. Maar tegelijk kleven er risico's aan de mondialisering, zoals een vergrote kans op valutacrisis – die vaak het eerste teken zijn van gedwongen correctie van macro-economische en financiële onevenwichtigheden, en grote economische schade kunnen aanrichten. Dit rechtvaardigt de vraag hoe vrij kapitaalverkeer samengaat met de kans op valutacrisis.

METHODE EN DATA

Om de vraag te beantwoorden hoe vrij kapitaalverkeer samengaat met de kans op valutacrisis, is gekeken naar 46 opkomende en ontwikkelde landen tussen 1975 en 2011, een periode van vergaande financiële globalisering die de huidige mondiale financiële crisis omvat (Frost en Saiki, 2013). Valutacrisis zijn onderworpen aan regressieanalyses met een

groot aantal variabelen die door de jaren heen in de literatuur zijn toegepast. Daarnaast is de Chinn-Ito-index (Chinn en Ito, 2011), die een waarde toekent aan de juridische openheid van de kapitaalrekening, opgenomen als verklarende variabele (tabel 1). In rapportages van het IMF wordt de Chinn-Ito-index toegepast als een continue variabele die restricties aan grensoverschrijdende transacties meet, waarbij een hogere waarde staat voor een meer open kapitaalverkeer. Andere zogenaamde de jure-indicatoren, zoals de maatstaf van Quinn (Quinn *et al.*, 2011) en een de facto-indicator voor openheid (Lane en Milesi-Ferretti, 2007) leveren soortgelijke resultaten op en blijven verder buiten beschouwing.

RESULTATEN

Tabel 1 laat zien dat de kans op een valutacrisis *negatief* samenhangt met de vrijheid van het kapitaalverkeer. De kans is dus kleiner naarmate de vrijheid groter is. Ook wordt geconstateerd dat een plotselinge bruto-instroom (maar niet netto) van kapitaal vaak een voorbode van een valutacrisis is. Verder blijkt ook de samenstelling van de instroom van belang. Dit is in lijn met het breed gedeelde idee dat instromen in het effectenverkeer – veelal kortstondig en in de vorm van schuldbewijzen, zogeheten *hot money* – tot de beste voorspellende

De rol van kapitaalrestricties

KADER 1

Onder bijzondere omstandigheden kan er behoefte zijn aan kapitaalrestricties. Zo besloot Brazilië in 2010 tot herinvoering van een heffing op inkomend effectenverkeer, als reactie op een vloedgolf aan inkomend kapitaalverkeer die was ontstaan als een overloopeffect van het ongekend ruime monetaire beleid in de Verenigde Staten. Een land dat in een acute betalingsbalanscrisis verkeert, kan in uiterste nood de kapitaaluitstroom aan banden leggen (bijvoorbeeld Maleisië in 1998, IJsland in 2008 en Cyprus in 2013). Het recent door het IMF ingenomen institutionele standpunt inzake kapitaalstromen (IMF, 2012) biedt steun aan ‘maatregelen ter beheersing van kapitaalstromen’ – waaronder restricties – indien de risico's niet langer beheersbaar zijn via *macroeconomic policies, including monetary, fiscal, and exchange rate management*. Er worden hieraan wel strikte voorwaarden gesteld, waaronder dat maatregelen tijdelijk, transparant en gericht op de specifieke kwetsbaarheid moeten zijn.

indicatoren van valutacrisis behoren, met name in ontwikkelde economieën. Daarentegen blijkt een hausse aan directe investeringsstromen in een opkomende economie juist samen te hangen met minder kans op een valutacrisis, vermoedelijk omdat het doorgaans om stabiel en langerlopend kapitaal gaat. Een algemene interpretatie is dat bepaalde soorten kapitaalinstroom (vooral in de vorm van kortstondige schuldstromen), economische en financiële onevenwichtigheden in de hand werken en een land kwetsbaarder kunnen maken, maar dat landen met een open financiële markt structureel beter in staat zijn het gevaar van een valutacrisis af te wenden.

Tabel 2 geeft een beknopte weergave van de kans op een valutacrisis (in procenten) en van de gerealiseerde groei vóór en na een crisis. Financiële openheid is weer volgens de Chinn-Ito-index gedefinieerd en een land is als 'financieel open' geclassificeerd wanneer de indexwaarde hoger is dan het gemiddelde over alle landen gedurende de waarnemingsperiode (0,77). Uit tabel 2 blijkt ten eerste dat financieel open economieën minder vatbaar zijn voor valutacrisis; ten tweede dat dit geldt voor zowel opkomende als ontwikkelde economieën; en ten derde dat zelfs wanneer een crisis uitbreekt (onderste deel van de tabel), het productieverlies in een open economie kleiner is. Een interpretatie hiervoor is dat openheid van de kapitaalrekening doorgaans gesteund wordt door sterkere instituties en dat de twee ook een wederzijds versterkende impact op elkaar hebben (Kose *et al.*, 2009).

IMPLICATIES

Het destabiliserend effect van bepaalde kapitaalinstromen wijst op de noodzaak van beleidsmaatregelen om de volatilititeit van kapitaalstromen te beteugelen. In het uiterste geval kan gedacht worden aan kapitaalrestricties (kader 1). Deze restricties kunnen echter op langere termijn het structurele risico voor landen op valutacrisis juist vergroten. Prioritair zijn daarom macroprudentiële maatregelen die het risicogedrag van banken kunnen beperken en zeepbeffecten voorkomen, om het effect van kapitaalinstromen te dempen. Het internationale streven naar financiële hervorming – zoals zichtbaar in de ontwikkeling van Basel 3, in data-uitwisseling en in in-

LITERATUUR

- Chinn, M. en H. Ito (2011) A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309–322.
- Edwards, S. (2001) Capital mobility and economic performance: are emerging economies different? *NBER Working Papers*, 8076.
- Frost, J. en A. Saiki (2013) Early warning of currency crises: what is the role of financial openness? *DNB Working Paper*, 373(maart).
- IMF (2012) *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*, november.
- Kose, A., E. Prasad, K. Rogoff en S. Wei (2006) Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper*, 06(189).
- Kose, A., E. Prasad en A. Taylor (2009) Thresholds in the process of international financial integration. *NBER Working Paper*, 14916.
- Krugman, P. (2013) Hot money blues. *New York Times*, 24 maart.
- Lane, P. en G. Milesi-Ferretti (2007) The external wealth of nations, Mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73(2), 223–250.
- Quinn, D., M. Schindler en M. Toyoda (2011) Assessing measures of financial integration. *IMF Economic Review*, 59(3), 488–522.

Beknopte weergave regressie-analyse (probit-regressie) **TABEL 1**

Afhankelijke variabele: EMPI anderhalf standaarddeviatie crisisdummy

Chinn-Ito-index (CII)	-0,76***	-0,76***	-0,86***	-0,73***
Opkomende economieën	0,27	0,18	0,30	0,24
CII maal 'opkomende economieën' (kruisterm)	0,38*	0,43**	0,50**	0,39**
Besmettingseffect	4,06***	4,15***	4,50***	3,97***
REER (deviatie van tienjaarsgem.)	1,63**	1,82**	1,66**	1,67**
Toereikendheid reserves	-0,24***	-0,27***	-0,24***	-0,24***
Ontw. externe schuld (vijf jaar)	-0,15	-0,13	-0,13	-0,15
Bruto instroom per jaar	1,21*			
Bruto instroom bdi per jaar		-1,17		
Bruto instroom eff.verkoop per jaar			3,00**	
Bruto instroom overig per jaar				1,57
Vijfjaars bbp-groei	0,71	2,29	-0,23	1,12
Vijfjaars kredietgroei	0,03	0,14	0,02	0,08
Aantal observaties	1315	1306	1303	1295
Wald chi-kwadraat	46,48	45,89	45,44	45,97

*/**/*** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau

¹ Constanten zijn niet vermeld. Alle variabelen lopen vier kwartalen achter, behalve opkomende economieën, Chinn-Ito-index (CII), kruisterm CII en opkomende economieën, en besmettingseffect. De observatieperiode is 1975kw1–2011kw4, maar door het ontbreken van observaties beginnen de meeste reeksen medio jaren 1980. Bruto kapitaalstromen zijn gemeten als de deviatie van instromen door bbp in een jaar van het vijfjaars-gemiddelde.

Bron: Frost en Saiki, 2013

Kans valutacrisis, groei vóór en na crisis, in procenten¹

TABEL 2

	Financieel open economieën	Financieel gesloten economieën
Kans valutacrisis	0,91	4,72
onder opk.economieën (EME)	3,02	6,07
onder ontwikkelde econ. (AE)	0,42	2,70
Bbp-groei vóór de crisis	3,30	3,10
Bbp-groei tijdens de crisis	3,00	2,60
Bbp-groei na de crisis	2,40	2,10
Verskil voor-na	-0,90	-1,00

¹ Financieel open economieën zijn gedefinieerd als economieën met een openheidsindex voor kapitaalverkeer (KAOPEN) volgens Chinn-Ito (2011) groter dan 0,77 (gemiddelde over de volledige streekproef, 58 procent van de volledige streekproef). Gebruik van de mediaan geeft een vergelijkbaar resultaat. Bbp-groei wordt gemeten als vijfjaars voortschrijdend gemiddelde van de jaar-op-jaargroei.

Bron: Frost en Saiki, 2013

ternationale samenwerking tussen toezichhouders – kan zorgen voor verminderd risico in de financiële sector, inclusief de internationale kapitaalstromen.

SINDE 1916