

De periode na de val van Bretton Woods, het systeem van vaste wisselkoersen en kapitaalregulering dat bestond van 1944 tot 1971, is gekenmerkt door een grote toename in internationaal kapitaalverkeer en de liberalisatie van kapitaalreguleringen. Vrije kapitaalmarkten leiden in theorie tot een efficiënter gebruik van kapitaal en een betere risicospreiding van beleggingen. Echter, marktverstoringen zoals asymmetrische informatie en incomplete markten maken de effecten van financiële liberalisatie in werkelijkheid minder eenduidig. Dat liberalisering ook gevaren met zich meebrengt werd pijnlijk duidelijk in de Azië-crisis van 1997: de Aziatische landen die geliberaliseerd hadden, zoals Thailand en Indonesië, werden het hardst getroffen door de crisis, terwijl Maleisië en China, die wel kapitaalregulering toepasten, relatief ongeschonden door de crisis kwamen. De huidige wereldwijde kredietcrisis, veroorzaakt door het aan elkaar doorverkopen door banken van derivaten gebaseerd op Amerikaanse *subprime*-hypotheek, laat zien dat ook westerse landen niet immuun zijn voor de negatieve effecten van internationaal kapitaal. In de publieke opinie is er een sterke roep voor regulering van internationaal kapitaalverkeer. Gordon Brown en Nicolas Sarkozy roepen zelfs om een nieuw Bretton Woods (Peacock en Ginsberg, 2008).

Omdat financiële crises een belangrijke reden zijn voor landen om kapitaalregulering toe te passen, is het onverminderd van belang om de effecten van een dergelijke regulering te onderzoeken. Deze dissertatie draagt bij aan dit vraagstuk door met een wereldwijde steekproef empirisch bewijs te leveren over de effecten van kapitaalreguleringen in de periode na Bretton Woods.

Twee van de doelstellingen voor het gebruik van kapitaalregulering zijn het creëren van monetaire autonomie en het verminderen van wisselkoersvolatiliteit. In de ogen van veel overheden veroorzaakt speculatie wisselkoersvolatiliteit en ondermijnt het de mogelijkheid om monetair beleid in te zetten om de binnenlandse economie te stimuleren. Met kapitaalregulering hopen overheden deze vermeende speculatie aan banden te leggen.

Een van de bevindingen van dit proefschrift is dat kapitaalreguleringen niet effectief zijn om deze twee doelstellingen te bereiken. Als maatstaf van monetaire autonomie is gekeken naar het verband tussen de wisselkoersbewegingen en het verschil tussen de binnenlandse rente en de Amerikaanse rente, de zogenoemde ongedekte rentepariteit. De resultaten



Versteeg, R.J. (2009) *Financial liberalization, exchange rates, and economic development*. Proefschrift. Maastricht: Universiteit Maastricht.

tonen aan dat zowel in ontwikkelings- als in Europese landen dit verband niet significant verschilt voor en na liberalisatie. Voor de wisselkoersvolatiliteit is gekeken naar de extreme neerwaartse bewegingen van de wisselkoers, omdat deze potentieel het meest schadelijk zijn voor de economie. Ook hier laten de resultaten zien dat kapitaalregulering niet effectief is. In tegendeel: de extreme neerwaartse schokken zijn in de regel tot twee keer zo groot als reguleringen toegepast worden; ze leiden dus tot een hoger in plaats van een lager wisselkoersrisico. In het tweede deel van de dissertatie wordt gekeken naar het verband tussen economische groei en kapitaalregulering. De economische groei dient als rudimentaire maatstaf om te toetsen of zulke reguleringen in het algemeen

welvaartsverhogend of welvaartsverlagend zijn, en om te kijken welk type regulering het meest bijdraagt aan de welvaart. Hiertoe is een nieuwe maatstaf ontwikkeld, die de regulering op meer dan tien types van kapitaal, zoals aandelen, derivaten, en bankleningen, identificeert en ook onderscheid maakt tussen de in- en uitstroom van kapitaal, en tussen ingezetenen en niet-ingezetenen. De resultaten laten zien dat in ontwikkelingslanden het belemmeren van de instroom van kapitaal leidt tot een significant hogere economische groei van meer dan drie procentpunten, terwijl het belemmeren van de uitstroom van kapitaal een insignificant negatief effect heeft. Voor ontwikkelde landen zijn deze effecten veel kleiner. Dit resultaat bevestigt het argument in de academische literatuur dat de regulering van instroom kan helpen om in ontwikkelingslanden de bankensector te stabiliseren. Een goed ontwikkeld institutioneel raamwerk om banken te reguleren is essentieel om te voorkomen dat banken excessieve risico's aangaan en er grote looptijd- en valuta-mismatches ontstaan in hun leningenportefeuille.

De resultaten van deze dissertatie laten kortom zien dat kapitaalreguleringen een nuttige rol kunnen hebben voor ontwikkelingslanden, mits ze toegespitst zijn op de instroom van kapitaal. De negatieve effecten van kapitaalregulering op het wisselkoersrisico en de monetaire autonomie laten echter ook zien dat zulke reguleringen contraproductief kunnen zijn.

#### LITERATUUR

Peacock, M. en J. Ginsberg (2008) *Brown calls for new "Bretton Woods" meeting*. Nieuwsbericht op [uk.reuters.com](http://uk.reuters.com), 13 oktober.

**ROALD J. VERSTEEG**

Postdoc aan het European University Institute