

Gedurende de afgelopen twintig jaar is de waarde van internationale financiële transacties en bezittingen sterk gestegen. Financiële stromen zijn inmiddels vele malen groter dan de reële economie. Hierdoor ontstaat een hefboomeffect waardoor veranderingen in financiële markten een groot effect hebben op de reële economie. Dit is pijnlijk duidelijk geworden sinds de uitbraak van de *subprime* hypotheekcrisis en de daaropvolgende economische recessie. Goed inzicht in de relaties tussen de financiële en reële economie is noodzakelijk om vermogensverliezen te beperken en gezond economisch beleid te voeren. Dit proefschrift stelt deze relaties centraal en bundelt vier essays binnen het domein van internationale financiële integratie.

In het eerste essay worden zeventien grote internationale beursindexen geanalyseerd tussen 1974 en 2006. De grote internationale financiële liberaliseringsgolf van de jaren zeventig stelde investeerders in staat om hun beleggingen internationaal te spreiden. Helaas is de omvang van de voordelen van deze spreiding niet duidelijk, omdat deze sterk afhangt van de mate waarin beurzen met elkaar bewegen. Een belangrijk empirisch resultaat van dit essay is dat de financiële liberalisering sinds de jaren zeventig juist de kans op een gezamenlijke crash vergroot, waardoor de internationale risicospreiding onaantrekkelijker wordt. Opvallend is dat financiële liberalisering de kans op gezamenlijke hoge winsten niet vergroot. Daarnaast leiden de toegenomen internationale handelscompetitie en de invoering van de euro tot een stijging in de kans op gezamenlijke beurscrashes. Hierdoor zijn de mogelijkheden om risico's effectief te spreiden over verschillende beurzen kleiner geworden, waardoor effectieve spreiding steeds moeilijker wordt. Effectieve spreiding is een belangrijk doel van beleggers, daarom wordt in het tweede essay het gedrag van internationale investeerders onderzocht. In het bijzonder wordt onderzocht of ze de toegenomen kans op beurscrashes in hun portfoliobeslissing meenemen. De resultaten laten zien dat investeerders wel significant hun posities verkleinen in markten die tegelijk met de thuismarkt sterk stijgen, maar niet significant verkleinen wanneer deze tegelijkertijd sterk dalen. Dit is geen positief nieuws, omdat het doel van internationale spreiding juist het voorkomen van gezamenlijke crashes is.

In het derde essay wordt een ander aspect van internationale financiële integratie onderzocht, namelijk de empirische relatie tussen particulier bezit, consumptie en de handelsbalans voor vijf grote economieën. De vermogenseffecttheorie voorspelt dat de consumptie toeneemt indien particuliere bezittingen meer waard



Vermeulen, R. (2010) *Essays on international financial integration*. Université du Luxembourg en Universiteit Maastricht.

worden. De resultaten laten zien dat de Britse en Amerikaanse handelsbalans sterk beïnvloed wordt door veranderingen in de waarde van aandelen en vastgoed. Dit effect is kleiner in Frankrijk en lijkt afwezig te zijn in Duitsland en Japan. Een combinatie van factoren speelt hier een rol. Allereerst is het aandelen- en huizenbezit in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk groter dan in de andere landen. Daarnaast bieden financiële instellingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk meer mogelijkheden om te consumeren uit bijvoorbeeld de overwaarde van een huis. Door de sterke vermogensstijgingen gedurende de jaren negentig en begin 2000 is het vermogenseffect een belangrijke verklaring voor de handelstekorten die sinds 2000 in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn ontstaan.

In de voorgaande drie essays zijn voornamelijk de effecten van financiële integratie voor ontwikkelde landen onderzocht. Het vierde essay richt zich specifiek op ontwikkelingslanden en bestudeert welke effecten de grote sommen geld die migranten sturen naar familieleden op het extern financieel beleid van hun land van herkomst hebben. Deze overschrijvingen zijn voor veel ontwikkelingslanden een belangrijke buitenlandse bron van inkomsten. Een opener beleid zal leiden tot lagere kosten en het sturen van geld naar familieleden aantrekkelijker maken. Een belangrijk risico van een opener financieel beleid is de toenemende kans op grote macro-economische fluctuaties, bijvoorbeeld door een kapitaalvlucht van buitenlandse investeerders. De kans op zulke crises is kleiner wanneer de transacties van migranten groot zijn in verhouding tot het bbp. De resultaten laten zien dat de transacties van migranten een positief effect hebben op de financiële openheid van hun land van herkomst in de vorm van minder export- en importbelemmeringen en kapitaalstroombeperkingen. Een hypothetische studie laat zien dat veel grote ontvangers van transacties, gemeten in percentage van het bbp, veel minder financieel open zouden zijn indien hun migranten geen geld meer naar familieleden zouden overmaken. Samenvattend belicht dit proefschrift de kansen en risico's van internationale financiële integratie en vergroot het begrip van een aantal specifieke processen die wereldwijd plaatsvinden. De resultaten helpen investeerders, overheden en beleidsbepalers bij het benutten van de mogelijkheden die globalisering biedt.

De resultaten laten zien dat de Britse en Amerikaanse handelsbalans sterk beïnvloed wordt door veranderingen in de waarde van aandelen en vastgoed. Dit effect is kleiner in Frankrijk en lijkt afwezig te zijn in Duitsland en Japan. Een combinatie van factoren speelt hier een rol. Allereerst is het aandelen- en huizenbezit in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk groter dan in de andere landen. Daarnaast bieden financiële instellingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk meer mogelijkheden om te consumeren uit bijvoorbeeld de overwaarde van een huis. Door de sterke vermogensstijgingen gedurende de jaren negentig en begin 2000 is het vermogenseffect een belangrijke verklaring voor de handelstekorten die sinds 2000 in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn ontstaan.

**ROBERT VERMEULEN**

Wetenschappelijk onderzoeker bij de Nederlandsche Bank.