

Mondiale onevenwichten en brutokapitaalstromen

P. Butzen
M. Deroose
S. Ide

Inleiding

Het in het eerste decennium van deze eeuw niet uit het economisch debat weg te denken thema van de mondiale onevenwichten krijgt de laatste jaren blijkbaar ietwat minder belangstelling. Oorzaak daarvan is de empirische vaststelling dat de mondiale onevenwichten – die traditioneel worden weergegeven door de tekorten en overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans – en derhalve ook de kwetsbaarheden die ermee gepaard gaan, sinds de financiële crisis afgenomen zijn. Bovendien is de aandacht van de internationale beleidsfora verschoven naar het uitbouwen van een veiliger financieel kader en naar een duurzaam herstel van de economische groei, getuige bijvoorbeeld het Growth Initiative van de G20. De recentelijk toegenomen volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën herinnert er evenwel aan dat verschillende landen, onder meer die met een tekort op de lopende rekening, erg kwetsbaar blijven voor een ommekeer in het beleggerssentiment. Aan de hand van de nieuwe inzichten die de literatuur ons op basis van de analyse van de financiële crisis en de mondiale onevenwichten aanreikt, wordt in dit artikel dieper ingegaan op de indicatoren die de externe kwetsbaarheid van een land of van een economische regio weergeven.

Vroeger werd een dergelijke kwetsbaarheid gewoonlijk geanalyseerd op basis van de saldi van de lopende rekening van de betalingsbalans. Landen met een tekort op de lopende rekening en een nettoschuldpositie werden geacht kwetsbaar te zijn voor een ommekeer in de kapitaalstromen, een zogenaemde sudden stop. Dit analysekader werd onderbouwd door ervaringen

met de Latijns-Amerikaanse crisis in de jaren tachtig en de Azië-crisis aan het einde van de jaren negentig. In de jaren 2000 nam de bezorgdheid toe over de oplopende tekorten in de Verenigde Staten. Volgens diverse beschouwingen leken die zich echter, om verscheidene redenen, vrij eenvoudig te laten financieren door de overschotlanden in Azië, terwijl het eurogebied met zijn te verwaarlozen nettopositie ter zake geen rol zou spelen. Het spaaroverschot (excess saving) van deze landen werd aldus mede verantwoordelijk geacht voor de zeer soepele kredietvoorwaarden in de Verenigde Staten en de bubble op de Amerikaanse woningmarkt, die zou uitmonden in de financiële crisis. Het resultaat van de financiële crisis – geen sudden stop in de Verenigde Staten, zware verliezen voor de Europese banksector door zijn internationale blootstelling en de vrij ongeschonden financiële positie van de Aziatische overschotlanden – toonde echter de tekorten van dit analysekader aan.

Naast het beschikbaar komen van supplementaire statistieken, werd in de economische literatuur steeds meer aandacht geschonken aan de rol van grensoverschrijdende brutokapitaalstromen. Het analyseren van brutokapitaalstromen is uiteraard niet nieuw. Men is zich reeds lang bewust van het belang van brutokapitaalstromen, van de samenstelling ervan en van eventuele mismatches inzake valuta, looptijd en liquiditeit. De recente situatie verschilt evenwel daarin van het verleden dat die kapitaalstromen tomeloos zijn gegroeid, wat geleid heeft tot een ongekende accumulatie van grensoverschrijdende uitstaande bedragen inzake vorderingen en verplichtingen. Daarom is een grondige analyse van de brutokapitaalstromen van essentieel belang om de kwetsbaarheid van een economie

te evalueren. Zoals uit de Europese overheidsschuldencrisis en meer recentelijk uit de onrust op de financiële markten van de opkomende economieën is gebleken, blijft een kwetsbaarheidsanalyse terzelfder tijd aandacht eisen voor nettoposities en voor lopende saldi.

Het eerste hoofdstuk van dit artikel bevat een summier overzicht van het verloop van de mondiale onevenwichten. In hoofdstuk 2 wordt het toegenomen belang aangetoond van de grensoverschrijdende kapitaalstromen wereldwijd en wordt meer in detail aangegeven waar het analyseren van brutokapitaalstromen noodzakelijk en complementair is om de kwetsbaarheid van een land in te schatten. Dankzij de financiële crisis kan dit empirisch worden onderbouwd. Voor een supplementaire en recentere illustratie hiervan wordt verwezen naar hoofdstuk 3, waarin wordt nagegaan in hoeverre beide indicatoren bepalend zijn geweest ter verklaring van de volatiliteit die de financiële markten van de opkomende economieën sinds de zomer van 2013 hebben laten optekenen.

1. Het verloop van de mondiale onevenwichten op de lopende rekening: de traditionele benadering

Vóór de financiële crisis namen de mondiale onevenwichten op de lopende rekening fors toe. Het meest opvallend waren, enerzijds, de oplopende overschotten in China en in de grondstoffenexporterende landen en, anderzijds, de gestaag stijgende tekorten in de Verenigde Staten. In het eurogebied, dat in zijn geheel beschouwd zo goed als in evenwicht was ten opzichte van het buitenland, lieten verscheidene individuele lidstaten echter vrij aanzienlijke overschotten of tekorten optekenen. Vóór de crisis waren onevenwichten op de lopende rekening het resultaat van meerdere landspecifieke en mondiale factoren, met name zeer gunstige financieringsvoorwaarden – die in de hand werden gewerkt door een onderschatting van de kredietrisico's en de buitenlandse kapitaalstromen –, overdreven optimistische inkomensverwachtingen, hogere grondstoffenprijzen en een mercantilistische groeistrategie die gepaard ging met een massale accumulatie van deviezenreserves⁽¹⁾.

In 2009 zwakten de mondiale onevenwichten fors af; daarna bleven ze opmerkelijk kleiner dan in de periode vóór de financiële crisis, maar wel nog steeds groter dan in de jaren tachtig en negentig. Die verbetering van de externe posities weerspiegelt voornamelijk door de financiële crisis teweeggebrachte cyclische aanpassingen. Door

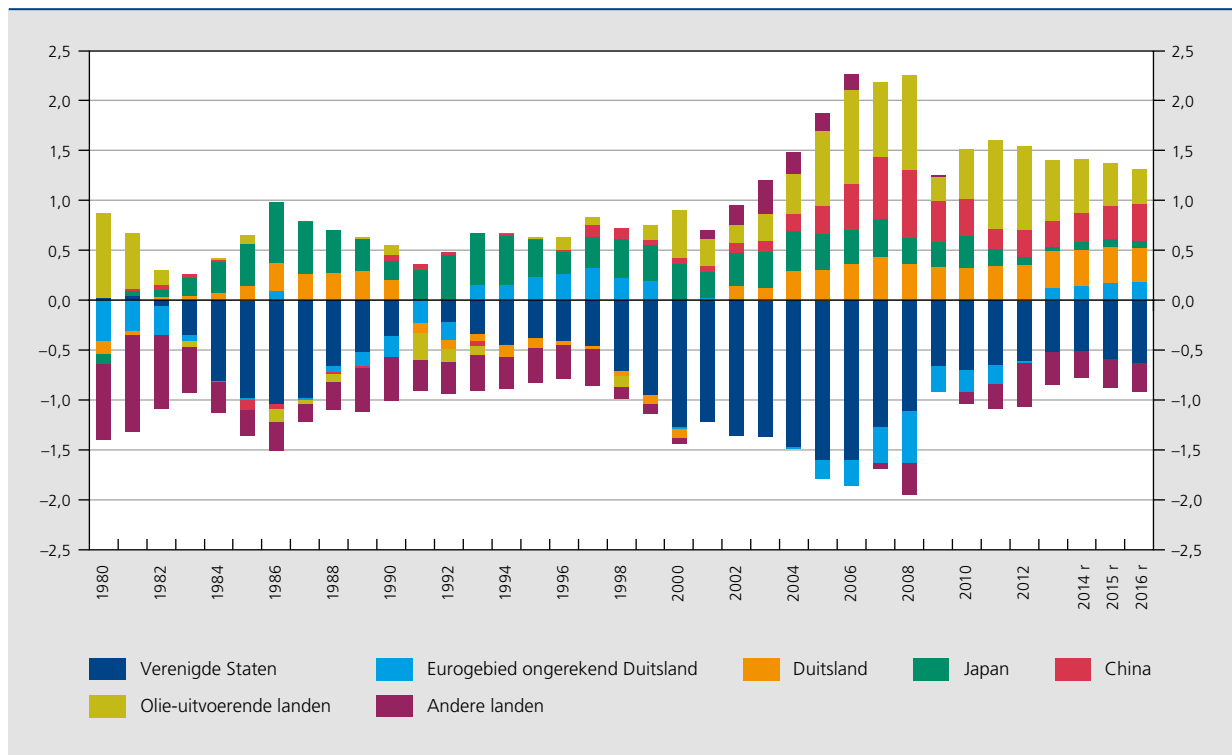
de strengere financieringsvoorwaarden (onder meer het opdrogen van externe financieringsbronnen) en de daling van de activaprijzen werden de binnenlandse vraag en de invoer vooral zwaar getroffen in de landen met een tekort op de lopende rekening. In de surpluslanden hielden de binnenlandse bestedingen doorgaans beter stand, maar de uitvoer ondervond er de negatieve gevolgen van de ineenstorting en van de daaropvolgende gematigde opleving van de internationale handel, alsook – voor sommige landen – van de initiële daling van de grondstoffenprijzen. Het sinds het uitbreken van de crisis zwakke herstel van de wereldeconomie – dat in een eerste fase werd gestimuleerd door de opkomende economieën (2010-2011) en vervolgens door de geavanceerde economieën (sinds eind 2013) – belette dat de mondiale onevenwichten opnieuw sterk gingen oplopen. Ook tijdelijke landspecifieke factoren, zoals de toegenomen energie-invoer van Japan na de aardbeving van 2011, droegen ertoe bij dat de mondiale onevenwichten onder controle bleven.

Behalve cyclische factoren zijn er in verscheidene economieën ook duurzamere aanpassingen aan de gang. Zo gaan tal van deficitlanden door met hun begrotingsconsolidatie, hoewel het tempo daarvan recentelijk wel wat trager is. Daarnaast, en meer specifiek, neemt de particuliere spaarquote in de Verenigde Staten toe (weliswaar vanaf een laag niveau). Verwacht wordt ook dat die spaarquote structureel hoger zal blijven dan in de periode vóór de crisis vermits de recente ervaring de Amerikaanse huishoudens heeft geleerd dat pijnlijk zware correcties in de aandelen- en huizenprijzen niet denkbeeldig zijn zodat een steviger vermogensbuffer noodzakelijk is. Bovendien zorgt de toenemende olieproductie in de Verenigde Staten, voornamelijk dankzij de winning van schalieolie, er mede voor dat het tekort op de lopende rekening verkleint. In China hebben onder meer het toenemend belang van de consumptie in de bbp-groei en de geleidelijke appreciatie van de renminbi een inkrimping van het surplus op de lopende rekening in de hand gewerkt. De Chinese regering heeft in november 2013 ook een hervormingsplan voor het komende decennium voorgesteld dat een verdere herbalancering van de economie beoogt. Voorts lijken de verbeteringen in de externe concurrentieposities van de perifere landen van het eurogebied duurzamer te zijn. Toch lijken structurele hervormingen tot dusver een kleinere rol te hebben gespeeld in het terugdringen van de mondiale onevenwichten waardoor het risico bestaat dat deze na verloop van tijd terug toenemen (IMF, 2013a en Ollivaud en Schwellnus, 2013).

Al met al is het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten verbeterd van \$ 681 miljard in 2008 naar \$ 379 miljard in 2013. Zo ook wist het eurogebied (ongerekend Duitsland) zijn deficit van \$ 327 miljard om

(1) Voor een meer gedetailleerde beschrijving, zie onder meer Butzen et al. (2010).

GRAFIEK 1 SALDO OP DE LOPENDE REKENING
(in % van het mondiaal bbp)



Bron: IMF.

te zetten in een surplus van \$ 92 miljard, voornamelijk dankzij inspanningen van de deficitlanden. Zo hebben Ierland, Portugal en Spanje hun tekort van respectievelijk \$ 15 miljard, 32 miljard en 154 miljard in 2008 omgebogen in een surplus van \$ 14 miljard, 1 miljard en 10 miljard in 2013. Het overschot van de olie-exporterende economieën slonk van \$ 585 miljard in 2008 naar \$ 445 miljard in 2013 en dat van China van \$ 421 miljard naar \$ 189 miljard. Opvallend is ook de standvastigheid van het Duitse surplus dat sedert 2011 zelfs dat van China achter zich heeft gelaten en aldus het grootste ter wereld werd.

Een onevenwicht op de lopende rekening is op zich niet meteen een aanwijzing dat de situatie ontspoord is; ze kan zelfs volledig gepast zijn, gelet op de fundamentals en de structurele kenmerken van een economie. Zo kan het voor een land met een verouderende bevolking wenselijk zijn om geld opzij te zetten voor de oude dag (surplus) en voor een land met aantrekkelijke investeringsopportunities in infrastructuur of uitrustingsgoederen om buitenlands kapitaal aan te trekken (deficit). Zijn onevenwichten evenwel het gevolg van onderliggende interne ontwrichtingen, dan zijn ze niet duurzaam en is een

correctie aangeraden. Aangezien externe onevenwichten dus mogelijk interne onevenwichten weerspiegelen, zijn ze voor beleidsmakers een nuttige indicator bij het opsporen van eventuele risico's voor de macro-economische en financiële stabiliteit. Landen met een tekort worden doorgaans wel als kwetsbaarder gepercipieerd. Ze zijn immers sterk afhankelijk van buitenlandse financiële stromen. Drogen deze instromen plots op of slaan ze om (sudden stop scenario), dan brengt dit meestal een pijnlijke aanpassing in de gehele economie met zich, wat het recente verleden nogmaals heeft aangetoond.

Aangezien de opbouw van onevenwichten medio jaren 2000 gevolgd werd door het uitbreken van een zware financiële crisis, is het monitoren van externe onevenwichten nog belangrijker geworden. Zo kwamen zowel tekort- als overschotlanden op de G20-top van Pittsburgh in september 2009 overeen beleidsmaatregelen te nemen die de mondiale onevenwichten moesten helpen corrigeren. Via een wederzijds evaluatieproces, waaraan het IMF technische bijstand verleent, wordt erop toegezien dat de aangegane verbintenissen worden nageleefd. Voorts neemt de Europese Commissie het lopend saldo op in het scorebord dat sedert 2012 wordt gebruikt in de nieuwe

economic governance procedure (het Europese Semester) om in de EU-lidstaten macro-economische onevenwichten op te sporen. Ook het IMF publiceert sinds 2013 jaarlijks een rapport waarin de externe sector van 29 belangrijke economieën wordt geanalyseerd en waarbij veel aandacht wordt geschonken aan de stand van de lopende rekening.

Niettemin is het oorzakelijk verband tussen de lopende rekening, enerzijds, en het vóórkomen of de intensiteit van financiële crisissen, anderzijds, in de literatuur blijkbaar niet robuust⁽¹⁾. Enkele auteurs hebben aangetoond dat ook andere, meer financiële factoren een rol spelen. In het volgende hoofdstuk wordt daar nader op ingegaan. Het kan in dit opzicht voor de beleidsmakers hoe dan ook nuttig zijn om in hun toezicht op de mondiale financiële stabiliteit hun analysekader te verrijken met informatie afkomstig van andere relevante variabelen.

2. Het belang van de analyse van brutokapitaalstromen

In het eerste hoofdstuk van dit artikel werd het verloop van de lopende rekening in de verschillende grote wereldregio's beschreven. Daaruit bleek dat onevenwichten op de lopende rekening een goede indicator kunnen zijn voor de economische kwetsbaarheid van een land en ook voor de kwetsbaarheid van dat land voor financiële schokken. De recente financiële crisis heeft evenwel aangetoond dat een analyse die louter gebaseerd is op de lopende rekening – in se een nettoconcept – onvoldoende is om die kwetsbaarheden correct in te schatten. Vóór het uitbreken van de financiële crisis was er vooral bezorgdheid over de aanhoudende tekorten op de lopende rekening van de Verenigde Staten, waarbij men leek aan te nemen dat deze gefinancierd werden door de overschotten in de opkomende Aziatische economieën, terwijl het eurogebied met zogoed als een evenwicht op de lopende rekening daar niet bij betrokken en ook absoluut niet kwetsbaar leek. In dit hoofdstuk willen we illustreren dat, op basis van de analyse van de bruto financiële stromen, Azië eigenlijk niet bijdroeg aan de financiering van de kredietboom in de Verenigde Staten, terwijl het eurogebied – in het bijzonder de banken – een cruciale rol speelde. Die banken bleken dan ook uitermate kwetsbaar toen de kredietboom in de Verenigde Staten barstte. Landen of valutazones met een lopende rekening in evenwicht kunnen met andere woorden broze bruto financiële posities ontwikkelen.

Dit hoofdstuk licht summier het belang toe van de analyse van bruto financiële stromen tegenover het louter focussen op nettoconcepten van de betalingsbalans. Dit wordt gestaafd door eerst het verloop van de

brutokapitaalstromen wereldwijd te schetsen; vervolgens wordt dieper ingegaan op de rol die brutokapitaalstromen hebben gespeeld bij de opbouw van kwetsbaarheden vóór de recente financiële crisis. Aan de hand van deze verrijkte analyse trachten we in het laatste deel van dit artikel de kwetsbaarheid van de opkomende economieën in de huidige economische context in te schatten.

2.1 Het toenemende belang van brutokapitaalstromen⁽²⁾

De toegenomen wereldwijde handelsintegratie en handelsstromen van goederen en diensten zijn gepaard gegaan met een toename van de financiële stromen sinds de jaren negentig, vooral van de grensoverschrijdende kapitaalstromen. De belangrijkste categorieën kapitaalstromen in de betalingsbalans zijn: (1) de buitenlandse directe investeringen; (2) het effectenverkeer in schuldbewijzen en aandelen⁽³⁾; (3) de officiële reserves; (4) de overige investeringen. Deze laatste groep omvat financiële transacties inzake leningen en deposito's, bancaire kapitaal, handelskredieten en officiële kapitaalstromen, ongerekend bewegingen in buitenlandse reserves. Kenmerkend voor het verloop van de kapitaalstromen is dat de brutostromen veel sterker zijn toegenomen dan de nettokapitaalstromen. De toename weerspiegelt een financiële verbreding van de balansen, in het bijzonder in de financiële sector, en tegelijkertijd een verkleining van de financiële home bias die geleid heeft tot een verruiming van het aandeel van de buitenlandse activa en passiva op deze balansen.

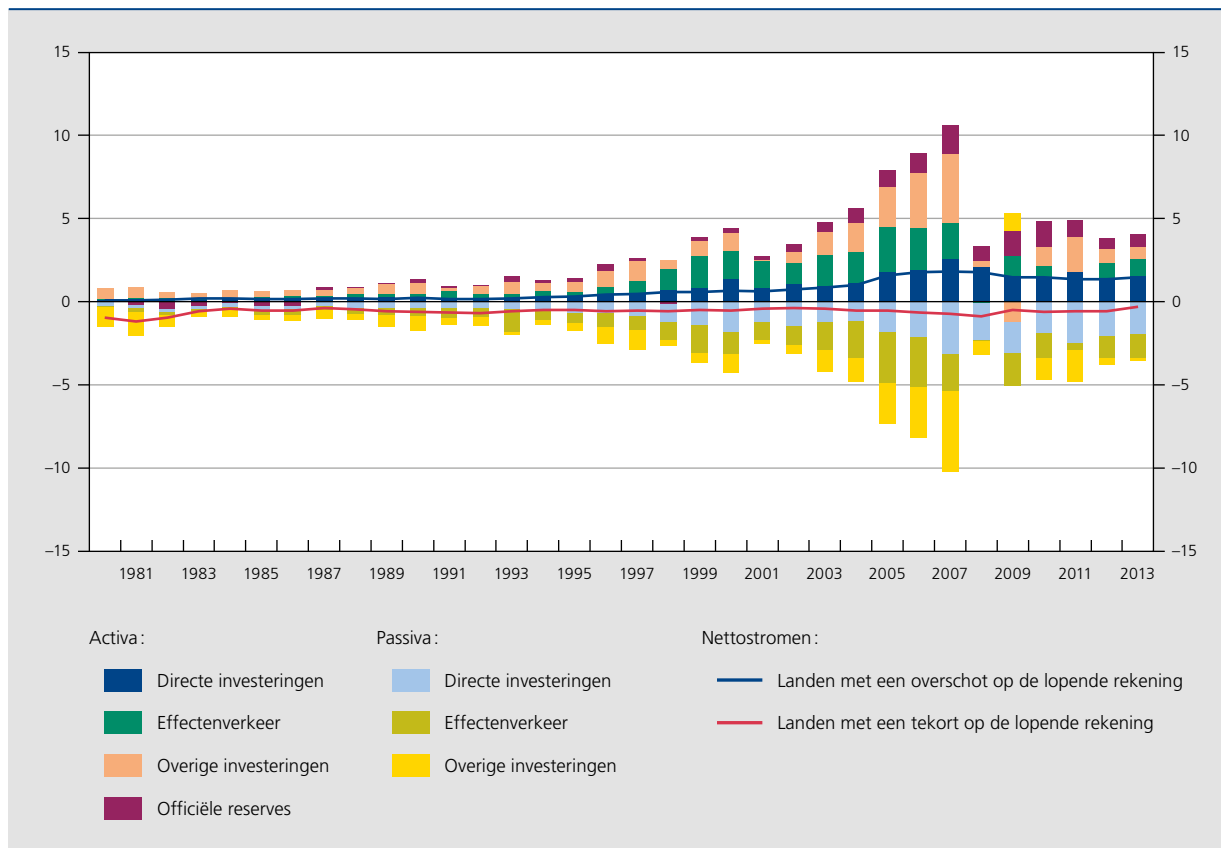
De afgelopen decennia hebben de grensoverschrijdende kapitaalstromen een ongekende stijging laten optekenen die vooral sedert het midden van de jaren negentig is versneld. In 2007 waren de gecumuleerde in- en uitstromen opgelopen tot maar liefst 20% van het mondiaal bbp tegenover gemiddeld amper 1% over de periode 1980-1995. Hoewel zowat alle categorieën van kapitaalstromen toenamen, werd de expansie vooral gedreven door het grensoverschrijdend interbancair verkeer (vervat in de 'overige investeringen') en in mindere mate door de reservevorming. Bij de aanvang van de financiële crisis in 2008 stortten de brutokapitaalstromen echter in.

(1) Voor een analyse, zie Blanchard et al. (2010), Frankel en Saravelos (2010), Jordà et al. (2011), Gourinchas en Obstfeld (2012).

(2) De bruto financiële stromen zoals die worden geregistreerd in de statistieken van de betalingsbalans – en waaraan in dit artikel wordt gerefereerd – behelzen reeds gesaldeerde bedragen. De brutokapitaaluitstroom is immers gelijk aan het verschil tussen alle aankopen en alle verkopen van buitenlandse activa door ingezetenen. De brutokapitaalinstroom is op zijn beurt gelijk aan het verschil tussen alle aankopen van binnenlandse activa door niet-ingezetenen.

(3) Om een onderscheid te maken tussen het effectenverkeer en de buitenlandse directe investeringen is de omvang belangrijk van de participatie die een belegger in de bevestigde onderneming aanhoudt. Is die participatie gelijk aan of kleiner dan 10%, dan worden kapitaalstromen tot het effectenverkeer gerekend.

GRAFIEK 2 WERELDWIJDE INTERNATIONALE BRUTO- EN NETTOKAPITAALSTROMEN
(in % van het mondiaal bbp)



Bronnen: IMF International Financial Statistics, IMF WEO.

In 2009 trokken de stromen opnieuw aan, maar sindsdien zijn de wereldwijde kapitaalstromen, mede onder invloed van de Europese overheidsschuldencrisis, afgegleden naar niveaus vergelijkbaar met die van eind de jaren negentig. Deze recente ontwikkelingen verhullen een drietal niet altijd gelijklopende tendensen.

Om te beginnen, is er de sinds 2008 aanhoudende inkrimping van het grensoverschrijdend interbancair verkeer. Deze ontwikkeling heeft met zowel aanbod- als vraagfactoren te maken. Internationaal actieve banken, vooral in het eurogebied en in het Verenigd Koninkrijk, hebben zich teruggeplooid op hun thuis- en nabije markten en verrichten, uit het oogpunt van een algemeen herstel van hun balansen, heel wat minder grensoverschrijdende transacties. Ook de kredietvraag blijft zwak vanwege de in de meeste geavanceerde landen aanhoudende fragiele macro-economische omgeving, terwijl huishoudens en bedrijven hun schuldgraad veeleer af- dan opbouwen. Voorts is er in de opkomende economieën sinds 2010 een aanzienlijke toename van de internationale uitgifte van schuldbewijzen door bedrijven. De krachtige

internationale vraag naar dergelijke schuldbewijzen werd gedreven door met name een search for yield, terwijl de kredietkwaliteit steeds meer afnam (BIB, 2014). Ten slotte houdt de wereldwijde accumulatie van buitenlandse deviezenreserves aan. Na de piek van 2007 en de vertraging van 2008, trok de reservevorming in 2009 en 2010 weer snel aan. Sedertdien is er opnieuw een lichte vertraging, maar de jaarlijkse reservevorming ten belope van 0,7 % van het mondiaal bbp blijft hoe dan ook aanzienlijk.

Vanwege hun omvang kunnen deze kapitaalstromen duidelijk van essentieel belang zijn voor de kwetsbaarheid van een economie, vooral indien – gecumuleerd over jaren – omvangrijke uitstaande brutopositities worden opgebouwd. Inzonderheid mismatches in de samenstelling qua valuta en looptijd zijn hierbij van belang omdat bij grote uitstaande bedragen kleine wisselkoers- en/of renteschommelingen reeds een zwaar effect kunnen sorteren. Hierbij zij opgemerkt dat dergelijke mismatches zich ook kunnen voordoen bij een lopende rekening in evenwicht of in overschot en dat dus niet alleen landen met een lopend tekort kwetsbaar kunnen zijn.

2.2 Het meten van economische kwetsbaarheid: netto- en brutokapitaalstromen

Zoals in dit hoofdstuk zal worden aangetoond, illustreerde de recente financiële crisis duidelijk dat internationale kapitaalstromen niet noodzakelijk gerelateerd zijn aan de onevenwichten op de lopende rekening. Een analyse van de mondiale onevenwichten op de lopende rekening wordt dus bij voorkeur aangevuld met een evaluatie van de brutokapitaalstromen en -posities.

Onderzoek naar de financiële crisis leidt immers tot de volgende inzichten: 1) (netto)kapitaalstromen van de landen met een overschot op de lopende rekening, in casu de opkomende economieën in Azië en Japan, hebben niet noodzakelijk rechtstreeks de kredietgroei/boom gefinancierd in de landen met een lopend tekort, in casu de Verenigde Staten; 2) vóór en tijdens de financiële crisis waren de onevenwichten op de lopende rekening tussen het eurogebied en de Verenigde Staten vrij beperkt, terwijl de Europese banken wel omvangrijke financiële posities opbouwden in de vorm van mortgage-backed securities en Amerikaans overheidspapier, wat hen kwetsbaar maakte voor de economische ontwikkelingen in de Verenigde Staten.

Deze inzichten worden onderbouwd door in paragraaf 2.2.1 een conceptueel onderscheid te maken tussen sparen en financieren, en door in paragraaf 2.2.2 enkele empirische feiten van de financiële crisis te belichten.

2.2.1 Sparen versus financiering

Vóór het uitbreken van de financiële crisis werd het vermoedelijk verband tussen de mondiale onevenwichten op de lopende rekening en de financiering van de sterke groei van de kredietverlening in landen met een lopend tekort vaak gerationaliseerd door de zogeheten excess savings theorie. Aan deze theorie liggen twee hypothesen ten grondslag. Ten eerste zijn er nettokapitaalstromen van landen met een lopend overschot naar landen met een lopend tekort, wat aanleiding geeft tot een overmatige kredietexpansie in laatstgenoemde; ten tweede is de toename van het wereldwijd sparen ten opzichte van het wereldwijd investeren voornamelijk toe te schrijven aan de overschotlanden, in het bijzonder aan de opkomende economieën in Azië, wat geleid heeft tot een daling van de reële rentetarieven, vooral in de Verenigde Staten.

De soms uiteenlopende oorzaken die aan deze theorie ten grondslag liggen, werden uitvoerig behandeld in de economische literatuur en Chinn (2013) biedt een goed overzicht: de verschillen in sparen en investeren waren

het gevolg van verschillen in budgettair beleid – sterk expansief in de Verenigde Staten – en van uiteenlopende demografische ontwikkelingen, in het bijzonder de veroudering in het Westen, de hogere productiviteit in de Verenigde Staten en de daarmee gepaard gaande consumption smoothing, de op de uitvoer gerichte economieën in Azië in combinatie met wisselkoersinterventies ter ondersteuning van de uitvoersector, de zogeheten 'savings glut' waarbij de financiële markten in de opkomende economieën onvoldoende ontwikkeld zijn om het binnenlandse sparen te absorberen.

Vaak wordt verwezen naar een combinatie van alle of van sommige van de hierboven opgesomde oorzaken, maar allemaal hebben ze met elkaar gemeen dat regio's of landen met een zogoed als evenwichtige lopende rekening geen rol spelen en dus zelf niet kwetsbaar worden geacht en evenmin als een bron van kwetsbaarheid voor andere economieën worden beschouwd. Borio en Disyatat (2011) wijzen er echter op dat er niet noodzakelijk een direct verband hoeft te bestaan tussen nettokapitaalstromen of het saldo op de lopende rekening, enerzijds, en de wereldwijde intermediaatatie van financieringsstromen, anderzijds.

Cruciaal in hun argumentatie is het onderscheid tussen sparen en financieren. Sparen is een concept uit de nationale rekeningen dat wordt gedefinieerd als inkomen dat niet wordt geconsumeerd. Sparen omvat dus de bijdrage die finale uitgaven ongerekend consumptie leveren tot het totale inkomen (of productie). In een gesloten economie is er enkel sprake van sparen als er iets wordt geproduceerd dat niet wordt geconsumeerd, namelijk investeringen. Dit concept van sparen zegt evenwel zeker niet alles over het al dan niet beschikbaar zijn van financiering voor investeringen. Indien in een bepaalde periode de gegenereerde middelen ontbreken, moeten eigen financiële activa worden aangesproken of moet er worden geleend. Zo hoeft er geen link te bestaan tussen sparen (en investeringen) in de betekenis van de nationale rekeningen en het verloop en de veranderingen in financiële activa en passiva. Een bepaald spaarvolume kan immers gepaard gaan met uiteenlopende grote wijzigingen in financiële activa en passiva, zoals die worden geregistreerd door de flow-of-funds in de nationale rekeningen.

In het geval van open economieën kan het onderscheid tussen sparen en financieren het best worden weergegeven door, enerzijds, nettokapitaalstromen en, anderzijds, brutokapitaalstromen. Nettokapitaalstromen omvatten enkel het resultaat van de bilaterale handel in goederen en diensten. Ze bevatten evenwel geen informatie over de veel grotere bewegingen in brutostromen die tevens zuivere transacties in financiële activa bevatten. Deze

laatste maken immers het leeuwendeel van de grensoverschrijdende financiële transacties uit (Obstfeld, 2012a). Daarom zegt het verloop van het saldo op de lopende rekening weinig over de rol die een land speelt in de internationale financiële stromen, over de mate waarin de investeringsuitgaven al dan niet gefinancierd worden vanuit het binnen- of het buitenland en over de impact die grensoverschrijdende kapitaalstromen hebben op de binnenlandse financiële voorwaarden. Een overschot op de lopende rekening betekent wel dat de nettovordering op de rest van de wereld toeneemt. Een lopende rekening in evenwicht betekent enkel dat de binnenlandse productie gelijk is aan de binnenlandse uitgaven, maar ze betekent niet noodzakelijk dat het binnenlandse sparen rechtstreeks de binnenlandse investeringen financiert. Zo kan, bij een lopende rekening in evenwicht, een binnenlands bedrijf, om een investering te financieren, een lening aangaan bij een buitenlandse bank. Worden de deposito's als gevolg van de investeringsuitgave tevens bij een buitenlandse bank geplaatst, dan genereert dit enkel elkaar compenserende brutokapitaalstromen.

Uit wat voorafgaat, blijkt voornamelijk dat op basis van de nettostromen van de betalingsbalans onmogelijk conclusies kunnen worden getrokken over de financieringspatronen en de grensoverschrijdende financiële intermediatie. Een land met een lopend overschot financiert met andere woorden niet noodzakelijk de investeringen en uitgaven van landen met een lopend tekort. Op het niveau van de nationale rekeningen is het wel zo dat landen met een lopend tekort het sparen van landen met een overschot compenseren door meer te consumeren. Voor de wereld in zijn geheel stemmen de tekorten en overschotten dus met elkaar overeen, op statistische verschillen na. De onderliggende consumptie en investeringsuitgaven die aan deze onevenwichten ten grondslag liggen, kunnen echter op tal van manieren gefinancierd zijn. In geval van een lopend tekort, dat financiële verplichtingen voor goederen en diensten met zich brengt, moet dit land dus wel degelijk lenen van de rest van de wereld, maar de tegenpartij van deze vorderingen hoeft niet noodzakelijk een ingezetene te zijn van een land met een lopend overschot. Dit blijkt duidelijk uit de analyse van de brutokapitaalstromen in de periode vóór en tijdens de recente financiële crisis.

2.2.2 Brutokapitaalstromen tijdens de financiële crisis

Om een aantal redenen is een analyse die louter gebaseerd is op mondiale onevenwichten op de lopende rekeningen onvoldoende gebleken om de kwetsbaarheden van de economieën vóór en tijdens de financiële crisis op te sporen.

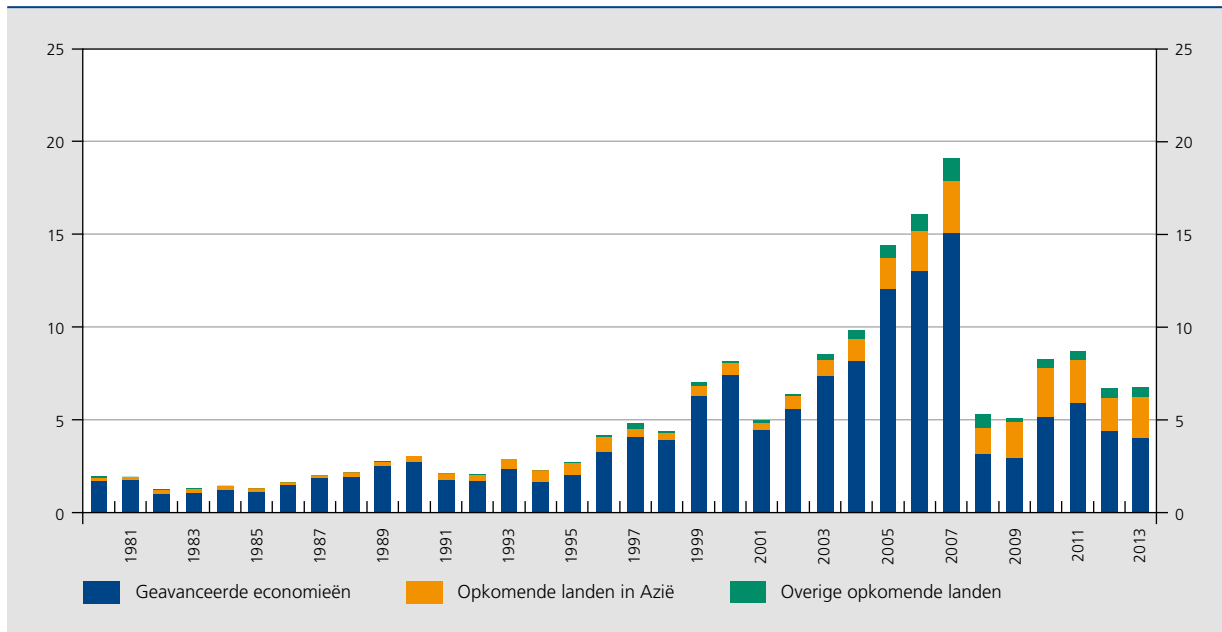
Om te beginnen, was de sterke toename van de mondiale brutokapitaalstromen (zie paragraaf 2.1) in de jaren negentig tot en met het uitbreken van de financiële crisis in 2008 vooral toe te schrijven aan de uitbreiding van de kapitaalstromen tussen de geavanceerde economieën. Hoewel deze laatste een steeds kleiner deel van de wereldhandel voor hun rekening namen, bleven ze goed voor ten minste 75 % van de brutokapitaalstromen vóór de crisis en voor ongeveer 60 % na de crisis. Binnen de groep van opkomende economieën laat Azië wel de sterkste stijging optekenen. De relatieve omvang van deze stromen ten opzichte van de nettokapitaalstromen of saldi op de lopende rekening en de geografische samenstelling ervan ondermijnen in zekere mate reeds de excess savings visie als belangrijke verklaring van de financiële crisis. Volgens deze visie zouden het vooral de opkomende landen zijn die de financiële voorwaarden wereldwijd hebben gecreëerd en beïnvloed, terwijl hun rol in de mondiale brutokapitaalstromen veeleer beperkt is gebleven.

Voorts bevestigen de betalingsbalansstatistieken van de Verenigde Staten dat de saldi van de lopende rekening tijdens de periode vóór de crisis geen dominante rol hebben gespeeld in de financiële bewegingen. Bij een stijging van het lopend tekort in de Verenigde Staten zijn de brutokapitaalstromen maar liefst driemaal sneller gestegen. De Verenigde Staten lieten zowel aanzienlijke kapitaaluitstromen van Amerikaanse ingezetenen optekenen als aanzienlijke kapitaalinstromen van niet-ingezetenen. Dit laatste zou ook het geval zijn geweest, mocht de Amerikaanse lopende rekening in evenwicht zijn geweest.

De rationalisering van de excess savings theorie via de global savings glut berust ten dele op de krachtige accumulatie, door hoofdzakelijk Aziatische centrale banken, van in Amerikaanse dollar luidende reserves – vooral in de vorm van Amerikaans overheidspapier. Uit de betalingsbalansstatistieken van de Verenigde Staten blijkt evenwel dat de toename van de brutokapitaalinstromen grotendeels te maken had met de private sector. Vooral de aankoop van Amerikaanse effecten ongerekend overheidspapier was de belangrijkste kapitaalinstroom. Vanaf de jaren 2000 gingen ook private buitenlandse beleggers een gestaag belangrijker rol spelen in de financiering van Amerikaanse banken en brokers. Deze laatste ontwikkeling weerspiegelt de forse toename van grensoverschrijdende interbancaire transacties, die op hun beurt een belangrijke rol hebben gespeeld in de financiële crisis.

De Amerikaanse betalingsbalansstatistieken betreffende de geografische oorsprong van de buitenlandse kapitaalinstromen in de Verenigde Staten tonen aan dat de belangrijkste financieringsbron afkomstig was uit Europa. Banken uit het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk

GRAFIEK 3 INTERNATIONALE BRUTOKAPITAALSTROMEN
(in % van het mondiaal bbp, som van in- en uitstromen)



Bronnen : IMF International Financial Statistics, IMF WEO.

belegden niet alleen aanzienlijk in Amerikaanse langetermijnactiva, maar ze financierden een en ander door kortlopend papier in Amerikaanse dollar uit te geven, bijvoorbeeld asset-backed handelspapier (Noeth & Sengupta, 2012). Hierdoor werden de brutokapitaalstromen groter, terwijl de nettokapitaalstromen ongewijzigd bleven. Het Verenigd Koninkrijk had immers een lopend tekort en de lopende rekening van het eurogebied was zogoed als in evenwicht⁽¹⁾. De opkomende economieën uit Azië, meer bepaald China, of landen met een groot overschot op de lopende rekening zoals Japan of de OPEC-landen waren goed voor slechts een kleiner deel van de kapitaalinstromen naar de Verenigde Staten. De geografische uitsplitsing van de brutostromen ontkracht dus de stelling dat de Verenigde Staten voornamelijk werden gefinancierd door de landen met een groot overschot op hun lopende rekening.

Terwijl het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten tijdens en na de financiële crisis slechts in geringe mate afnam, laten de brutokapitaalstromen een veel volatieler verloop optekenen. Die brutokapitaalstromen geven de ontwrichting weer van het grensoverschrijdend interbancair verkeer met voornamelijk het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied. Opvallend is dat de kapitaalstromen uit China, Japan en de OPEC-landen tijdens de crisis aanhielden, wat betekent dat de officiële stromen voor de Amerikaanse betalingsbalans

eerder een stabiliserende factor waren dan een bron van volatiliteit.

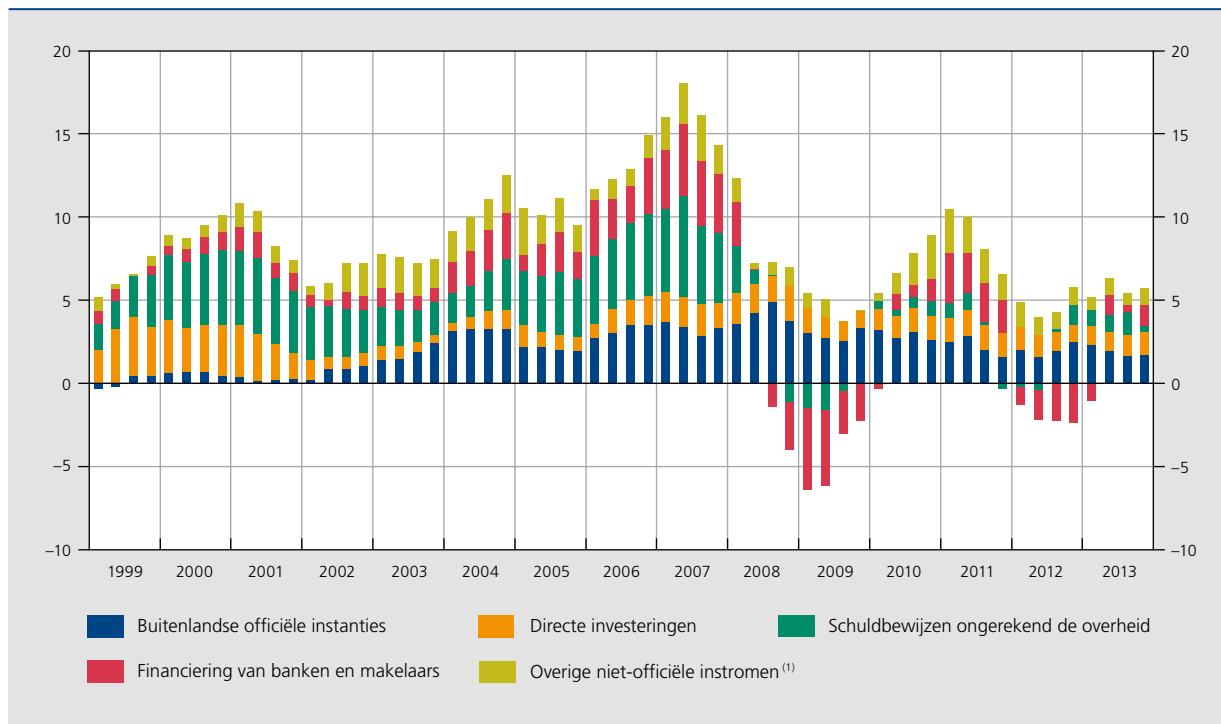
De analyse van de brutokapitaalstromen schetst al met al blijkbaar een ander beeld van de zogeheten mondiale onevenwichten als indicator voor de economische kwetsbaarheid van landen, en in het bijzonder van de Amerikaanse economie. In de periode voorafgaand aan de financiële crisis speelden de Aziatische landen kennelijk een veeleer beperkte rol in de financiering van de kredietexpansie in de Verenigde Staten, terwijl de Europese banken ter zake een cruciale functie vervulden. Een analyse die louter gebaseerd was op de onevenwichten op de lopende rekening hield geen rekening met de rol van deze banken in de Amerikaanse kredietexpansie. Tegelijkertijd kreeg het aanleggen van buitenlandse deviezenreserves veel aandacht, maar uiteindelijk speelde dit in de crisis slechts een beperkte rol.

Een ander hoofdstuk van de financiële crisis, namelijk de Europese overheidsschuldencrisis, leert evenwel dat, naast de brutokapitaalstromen, nettoposities van belang blijven om de economische kwetsbaarheid van een land vast te stellen. In de periode vóór de financiële crisis nam

(1) De kapitaalstromen van het Verenigd Koninkrijk geven deels de rol weer van Londen als financieel centrum. Op basis van geconsolideerde statistieken van de BIB bevestigen Borio & Disyatat (2011) het belang van de Europese banken in de kapitaalinstromen naar de Verenigde Staten.

GRAFIEK 4 VERENIGDE STATEN: BRUTOKAPITAALINSTROMEN NAAR TYPE

(in % bpp, voortschrijdend gemiddelde over vier kwartalen)



Bron: BEA.

(1) 'Overige niet-officiële instromen' bevatten Amerikaanse overheidsobligaties en overige activa die worden aangehouden door niet-ingezetenen die niet tot officiële instanties behoren.

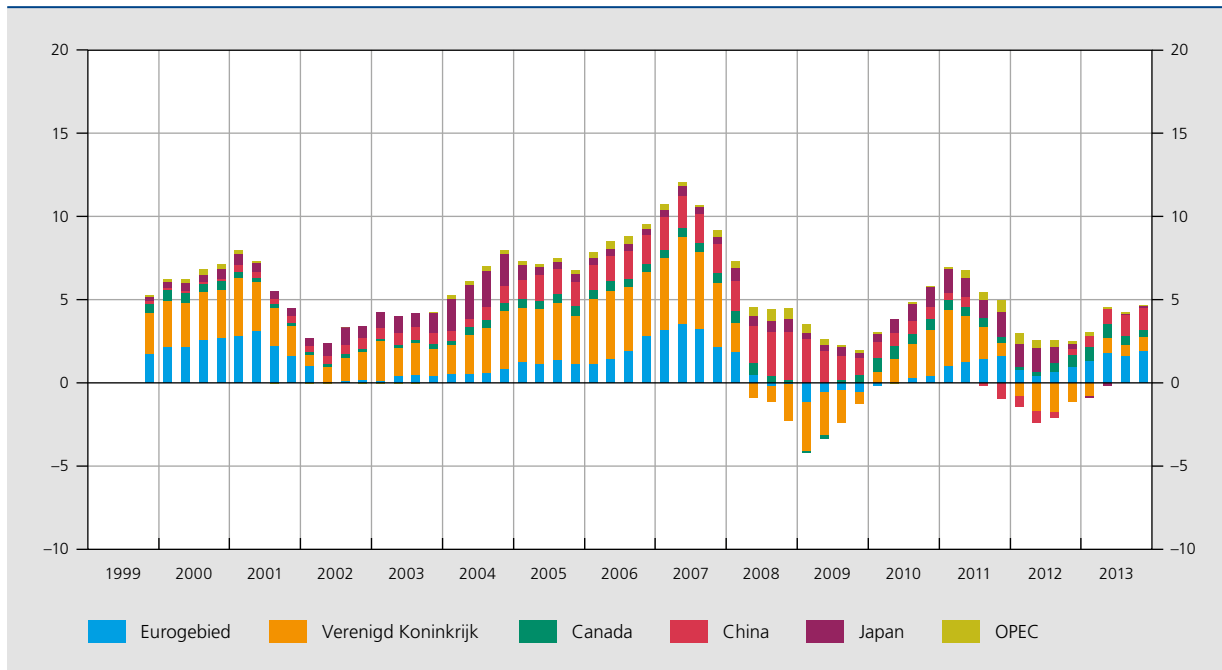
de internationale blootstelling van banken in de zogenoemde kernlanden zoals Duitsland, Frankrijk, België en Nederland niet alleen toe ten opzichte van de Verenigde Staten, maar ook ten opzichte van de zogeheten perifere landen van het eurogebied. Vergeleken met de blootstelling aan de Verenigde Staten verschilt in het geval van de perifere landen evenwel het soort van financiële intermediatie: de banken bouwden wel activa op in de perifere landen; maar ze financierden zich elders. Hale & Obstfeld (2014) tonen aan dat een aanzienlijk deel van de kapitaalinstromen in het eurogebied werden bemiddeld door de banken in de kernlanden en naar de perifere landen stroomden. De brutokapitaalstromen van en naar de perifere landen compenseerden elkaar derhalve niet; deze landen werden bijgevolg netto-invoerders van kapitaal. De betalingsbalansstatistieken tonen een sterke toename van de 'overige investeringen', in het bijzonder van het interbancair verkeer, die bijgedragen hebben aan de sterke kredietexpansie in de perifere landen.

Aan de hand van een nieuwe database brengen Hobza & Zeugner (2014) de bilaterale financiële stromen van de landen van het eurogebied in beeld. Ze bevestigen dat, in

de periode vóór de crisis, de bankbalansen in de kernlanden fors toenamen als gevolg van de internationale blootstelling zowel aan de perifere landen van het eurogebied als aan de rest van de wereld. De oplopende tekorten in de perifere landen, daarentegen, werden bijna uitsluitend gefinancierd door kernlanden met een overschot, maar ook door kapitaalstromen uit Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, landen met een lopend tekort. De auteurs oordelen dat de intra-euro onevenwichten veeleer werden veroorzaakt door de financiële stromen dan door de traditionele rol van de handelstromen tussen overschot- en tekortlanden.

Aan het begin van de crisis stroomde het kapitaal terug naar de overschotlanden, vooral naar Duitsland, maar Frankrijk compenseerde deze uitstromen grotendeels. Pas toen ook de kapitaalstromen uit dit laatste land vanaf 2011 stilvielen en/of werden teruggehaald, greep de overheidsschuldencrisis om zich heen. De perifere landen vielen vanaf dat ogenblik terug op financiering door de ECB en op officiële 'assistance' van het IMF en de Europese hulpfondsen, de EFSF en het ESM, om de financiële noden te blijven financieren (de Sola Perea & Van Nieuwenhuyze, 2014).

GRAFIEK 5 VERENIGDE STATEN: BRUTOKAPITAALINSTROMEN NAAR REGIO
(in % bbp, voortschrijdend gemiddelde over vier kwartalen)



Bron: BEA.

3. De financiële integratie en de kwetsbaarheden in de opkomende economieën

Het afgelopen jaar waren de opkomende economieën sterk blootgesteld aan de onrust op de financiële markten. Sommige landen bleken meer dan andere kwetsbaar voor de schommelingen in marktsentiment. Als mogelijke oorzaak hiervan wordt traditioneel verwezen naar verschillen in fundamentals, zoals groei, inflatie, de toestand van de overheidsfinanciën en vooral het saldo op de lopende rekening, dat weergeeft in welke mate een land een beroep moet doen op buitenlandse financieringsbronnen.

In dit hoofdstuk wordt echter opnieuw geïllustreerd dat het te exclusief focussen op de fundamentals, en meer bepaald op de lopende rekening die een nettoconcept is, geen afdoende verklaring biedt en dat ook de omvang en de samenstelling van de brutokapitaalstromen en –posities een belangrijke rol spelen.

Hieronder wordt eerst het verloop van de financiële integratie van de opkomende economieën tijdens het laatste decennium geschetst. Vervolgens worden de gebeurtenissen geanalyseerd die sedert de zomer van 2013 hebben plaatsgevonden.

3.1 Ontwikkelingen in de periode 2004-2012

3.1.1 Aanhoudende financiële globalisering in de opkomende economieën

Tijdens het afgelopen decennium zijn de financiële markten van de opkomende economieën sterk verdiept en ze zijn ook steviger geïntegreerd in het mondiaal financieel systeem. Zoals in het vorige hoofdstuk is vermeld, vinden de meeste kapitaalbewegingen desalniettemin nog steeds tussen geavanceerde economieën plaats. Sinds de financiële crisis is het aandeel van de opkomende economieën in de mondiale brutokapitaalstromen wel beduidend toegenomen.

Aan de activazijde van de internationale investeringspositie van de opkomende economieën speelt de publieke sector vaak een dominante rol door zijn opbouw van internationale reserves. Kenmerkend daarbij is het grote aandeel van veilig korte-termijn overheidspapier van geavanceerde landen dat als dusdanig wordt aangehouden, maar doorgaans slechts een gering rendement oplevert. Aan de passivazijde heerst meer diversiteit en het is vooral hierop dat in het vervolg van het artikel wordt gefocust.

Over de periode 2004-2007 zagen de opkomende economieën hun buitenlandse kapitaalinstromen fors

toenemen; ze bedroegen ongeveer \$ 800 miljard per jaar. De financiële crisis van 2008 zorgde voor een korte onderbreking in deze instromen maar vanaf medio 2009 trokken deze opnieuw aan en waren zelfs omvangrijker dan vóór de crisis (gemiddeld zowat \$ 1 100 miljard per jaar). De opleving gebeurde echter niet in alle regio's even snel en even sterk.

Voornameijk opkomend Europa werd blijvend geconfronteerd met zwakke kapitaalinstromen, waarbij vooral de geringe bijdrage van de 'overige investeringen' (waaronder interbancaire leningen) opviel. Dit kwam enerzijds doordat internationaal actieve banken, voornamelijk die uit het eurogebied die in de regio sterk vertegenwoordigd zijn, in de nasleep van de crisis hun financiering terugschroefden⁽¹⁾. Anderzijds speelden naast aanbodfactoren ook vraagfactoren een belangrijke rol. Bancaire kapitaalstromen hadden er in de periode vooafgaand aan de crisis nog voor een ruime kredietverlening gezorgd, maar ze hadden op die manier ook bijgedragen aan de opbouw van macro-economische en financiële onevenwichten. De financiële crisis bracht een correctie van deze onevenwichten op gang, die zwaar woog op de meeste economieën in de regio aangezien ze een lange periode

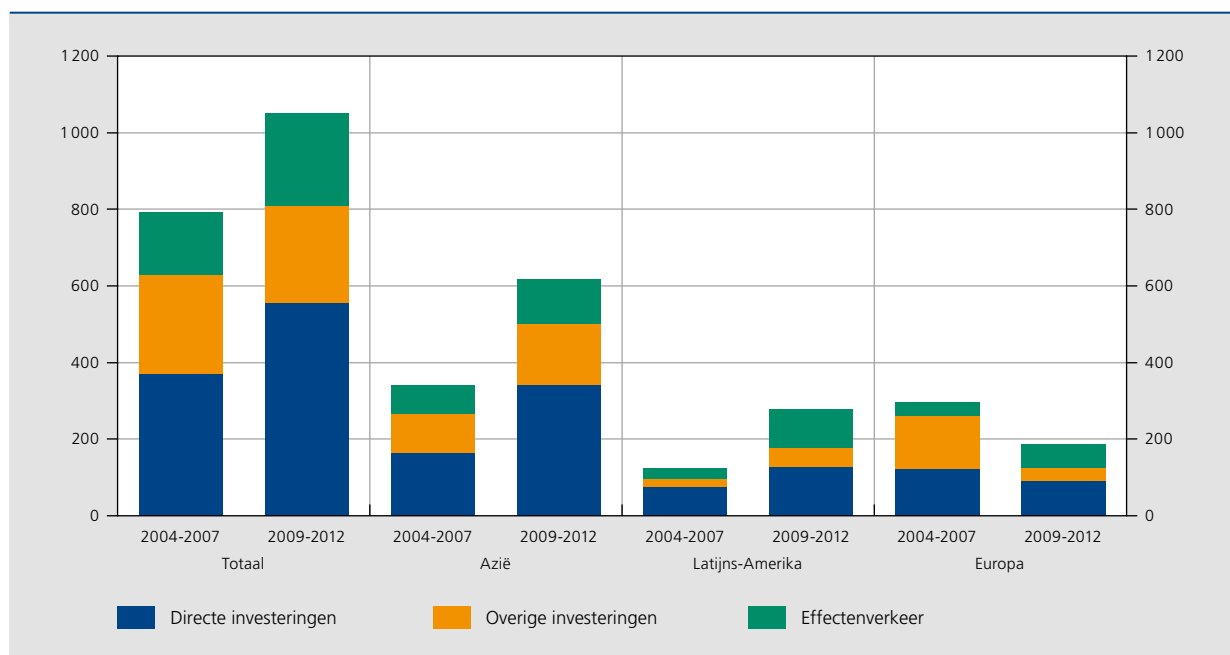
van herstructurering en schuldafbouw tegemoet gingen. Terzelfder tijd lieten de meeste Latijns-Amerikaanse en Aziatische economieën, alsook Turkije en Rusland, een relatief snel economisch herstel optekenen dat kon worden verklaard door, onder meer, de tenuitvoerlegging van een omvangrijk stimuleringsbeleid. De betere groeiresultaten in deze economieën staken scherp af tegen de aanhoudende economische crisis in de Centraal- en Oost-Europese landen die de gevolgen van de malaise in het eurogebied ondergingen.

3.1.2 Van bankfinanciering naar marktfinanciering

Algemeen beschouwd, blijkt uit de financieringsmix van de opkomende economieën, met uitzondering van Azië, dat de stromen die deel uitmaken van de 'overige investeringen' recentelijk lichtjes terrein hebben verloren ten voordele van stromen in het effectenverkeer, terwijl directe investeringen dominant aanwezig zijn gebleven in de totale stromen. In de periode 2004-2007 speelden internationaal actieve banken, die voornamelijk gevestigd waren in de geavanceerde economieën, een centrale rol in de financiële intermediatie. De kapitaalstromen van deze internationaal actieve banken naar banken – vaak dochterondernemingen – in de opkomende economieën namen in deze periode immers sterk toe. Na een inkrimping tijdens de financiële crisis vertoonden deze bankstromen

(1) Bankactiva in handen van buitenlandse banken overstijgen in bijna alle landen van deze regio 50% bbp, wat resulteert in dominante marktaandeelen, in sommige landen zelfs tot 90% (IMF, 2013b).

GRAFIEK 6 BUITENLANDSE KAPITAALINSTROMEN NAAR DE OPKOMENDE ECONOMIEËN
(in \$ miljard, jaargemiddelden)



Bron: IMF (2014b) en eigen berekeningen.

een eerder volatiel verloop. Ter compensatie gingen de opkomende economieën meer schuldbewijzen emitteren. Opvallend is de toename in de netto-uitgifte van internationale schuldbewijzen door de niet-bancaire sector.

De overschakeling van bankfinanciering naar marktfinanciering wordt door een aantal factoren verklaard. Internationaal actieve banken zagen zich in de nasleep van de crisis genoodzaakt hun balansen te herstellen en waren derhalve minder geneigd om buiten hun kernmarkten financiering te verschaffen. Daarnaast moeten banken ook de strengere Bazel III-regelgeving naleven, wat hun kredietverlening verder kan hebben afgeremd. Ten derde zakten de langetermijnrendementen, mede als gevolg van de onconventionele monetairbeleidsmaatregelen in de geavanceerde economieën, op de belangrijkste obligatiemarkten tot recordlaagtes, waardoor beleggers wereldwijd op zoek gingen naar hogerrendende activa-classes waaronder die van de opkomende economieën die bovendien, algemeen beschouwd, betere groeivoorzichten boden dan de geavanceerde landen. Mondiale pushfactoren speelden dus, naast landspecifieke pullfactoren (namelijk fundamentals, kredietbeoordelingen, groeivoorzichten) een belangrijke rol in het dirigeren

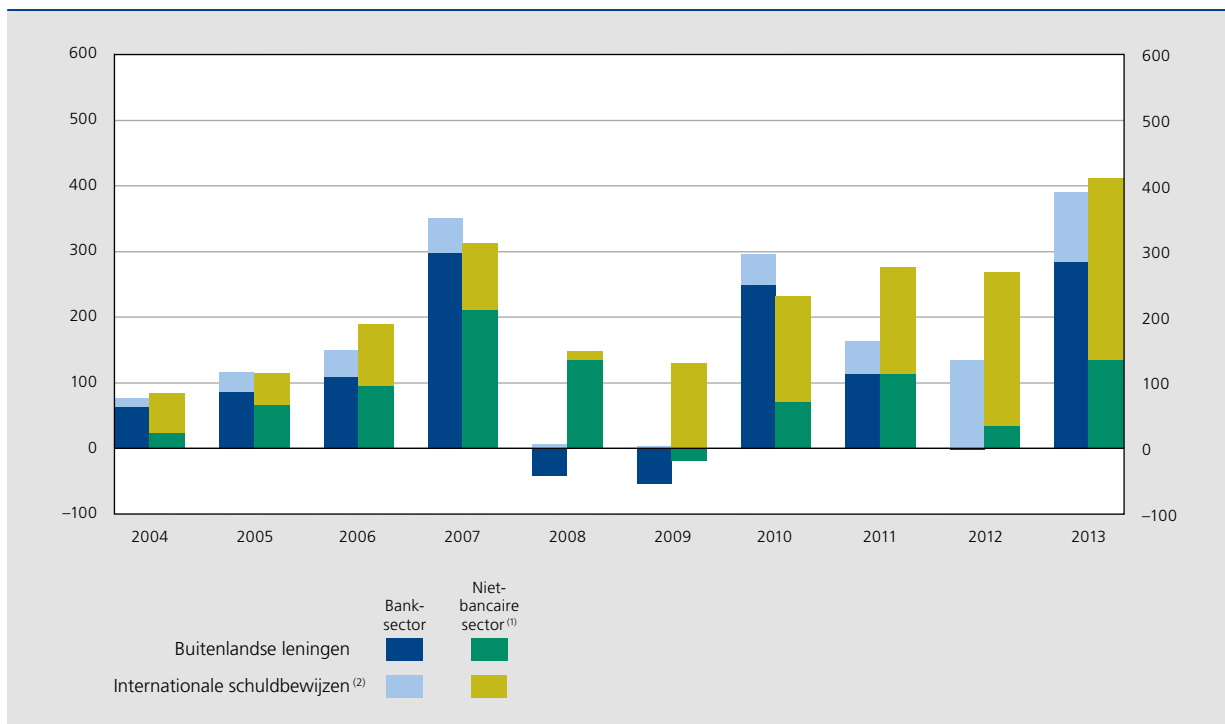
van de financiële stromen naar de opkomende economieën. Zo zouden, volgens de Wereldbank (2014), beide factoren respectievelijk 60% en 40% verklaren van de toename, tussen 2009 en 2013, van de kapitaalstromen naar de opkomende economieën.

De grote belangstelling vanwege buitenlandse beleggers heeft in hoge mate bijgedragen aan de verdere ont-plooiing en verdieping van de financiële markten in de opkomende economieën. Twee recente ontwikkelingen springen in het oog: de stijgende marktfinanciering van niet-financiële bedrijven en de ruimere mogelijkheden voor de overheden om schuld papier in lokale munt uit te geven.

[Toegenomen uitgifte van obligaties door bedrijven, onder meer offshore](#)

Geconfronteerd met een beperktere kredietverlening door de banken en aangemoedigd door de toegenomen vraag vanwege internationale beleggers maakten bedrijven in opkomende economieën gretig gebruik van de internationale kapitaalmarkten om in hun financieringsbehoeften te voorzien. Eind 2013 bedroeg het uitstaande bedrag aan

GRAFIEK 7 BUITENLANDSE FINANCIERING VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN
(in \$ miljard)



Bron: BIB.

(1) De niet-bancaire sector omvat zowel de private als publieke sector.

(2) De gegevens voor de internationale schuldbewijzen zijn gebaseerd op de nationaliteit van de lener en niet, zoals gebruikelijk, op de residentie van de lener.

internationale bedrijfsschuldbewijzen in de opkomende economieën ongeveer \$ 1 100 miljard, wat meer dan het dubbele was van eind 2007⁽¹⁾. Aangezien marktfinanciering vaak gekenmerkt wordt door langere looptijden dan bankfinanciering, impliceert ze een kleiner herfinancieringsrisico. Zo vervalt in elk van de komende zes jaar slechts ongeveer een tiende van deze bedrijfsschuld.

De buitenlandse filialen van bedrijven gevestigd in opkomende economieën namen een aanzienlijk deel van de schulduitgifte voor hun rekening; zo was eind 2013 ongeveer 40 % van de uitstaande schuld offshore uitgegeven. De sedert de financiële crisis opgetekende sterke toename van de offshore uitgifte heeft voornamelijk te maken met bedrijven die hun hoofdzetel in China en Brazilië hebben.

Er zij aan herinnerd dat deze offshore-uitgifte niet opgenomen wordt in de betalingsbalansgegevens aangezien deze laatste worden opgesteld op basis van de residentie van de emittent (namelijk het land waarin het filiaal gevestigd is), en niet op basis van de nationaliteit van de

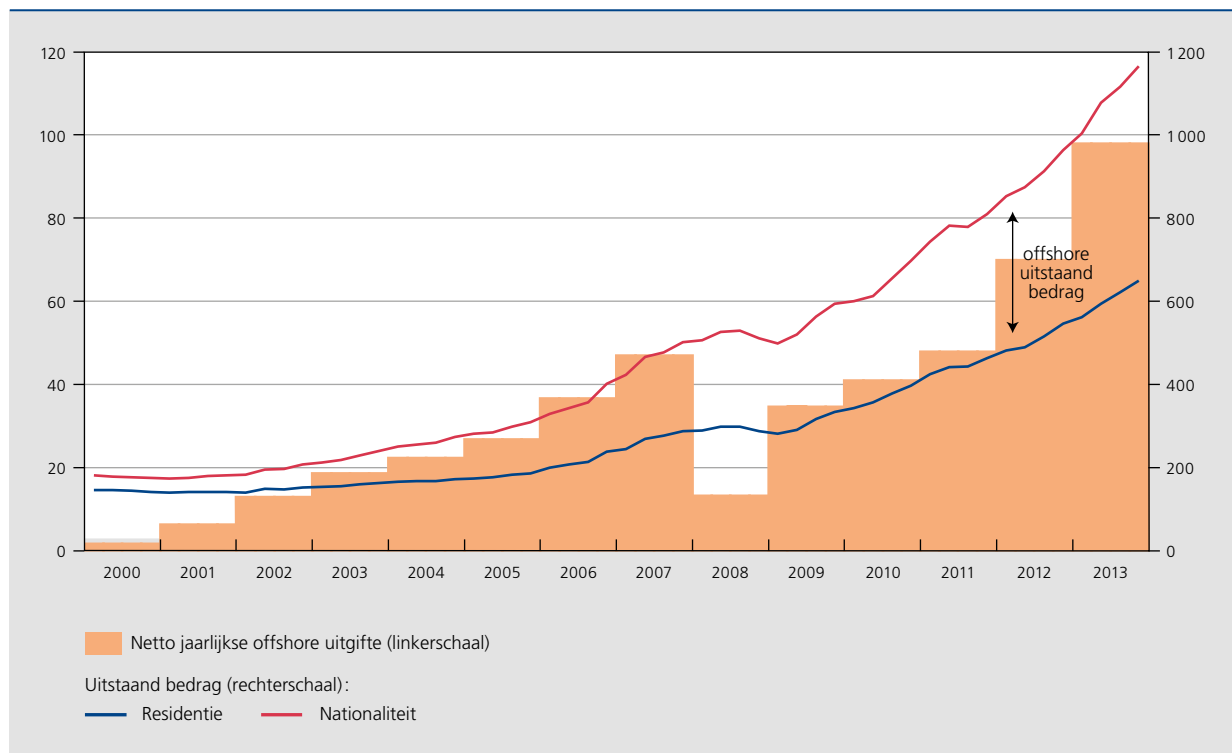
emittent (namelijk het land waar de hoofdzetel van het filiaal gevestigd is). Op betalingsbalansgegevens gebaseerde buitenlandse schuld cijfers onderschatten dus de werkelijk uitstaande externe bedrijfsschuld. Bovendien gebeurt een offshore-uitgifte doorgaans in buitenlandse valuta, wat de kwetsbaarheid van een land inzake valutamismatches en dus wisselkoersschommelingen kan verhogen. Dit risico is niet te verwaarlozen. Zo loopt het in buitenlandse valuta uitgegeven aandeel van de offshore-bedrijfsschuld voor China op tot 84 % en voor Brazilië tot bijna 100 % (McCauley et al., 2013).

Toenemende uitgifte van overheidsobligaties in lokale munt

Ook de buitenlandse aanwezigheid op de overheids-schuldenmarkt van de opkomende economieën is sinds de financiële crisis sterk gestegen. Zo is het aandeel van niet-ingezetenen in de uitstaande overheidsschuld in Thailand verviervoudigd; in Maleisië en Mexico zijn ze vrijwel verdubbeld. In opkomend Europa namen de buitenlandse deelnemingen minder sterk toe aangezien ze reeds op een hoog niveau lagen wat de sterke financiële integratie binnen Europa weerspiegelt. Geschat wordt dat buitenlandse beleggers eind 2012 ongeveer \$ 1 000 miljard aan overheidsschuld van de belangrijkste opkomende

(1) Ook overheden van opkomende economieën zijn op internationale schuldmarkten actief, zij het in mindere mate, en de recente toename van hun schuld was ook kleiner. Zo is het uitstaande bedrag aan internationale overheidsschuldbewijzen van de opkomende economieën sinds eind 2007 met bijna 60% gestegen tot \$ 750 miljard eind 2013.

GRAFIEK 8 INTERNATIONALE SCHULDBEWIJZEN VAN DE NIET-BANCAIRE PRIVATE SECTOR IN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN
(in \$ miljard)



Bron: BIB.

economieën aanhielden (vergeleken met \$ 500 miljard in 2010), waarvan 80 % afkomstig was van buitenlandse niet-bancaire financiële instellingen, namelijk grote institutionele beleggers, hedgefondsen en welvaartsfondsen (zie Arslanalp & Tsuda, 2014)⁽¹⁾.

In combinatie met de toegenomen buitenlandse belangstelling voor de overheidsschuld van de opkomende economieën, maakte de groeiende lokale beleggersbasis het voor de overheden van deze landen gemakkelijker om obligaties in lokale munt uit te geven, waardoor het risico op valutamismatches fors afneemt⁽²⁾. De lokale overheidsschuldenmarkt groeide van \$ 3 100 miljard in 2009 tot \$ 4 900 miljard in 2012, waarvan Brazilië, China en India meer dan 67 % uitmaakten (zie WB, 2013). Het is voornamelijk op deze lokale schuldmarkten dat buitenlandse beleggers hun posities aanzienlijk hebben verstevigd; in tal van landen zijn ze sinds 2009 verdubbeld. Zo waren

buitenlandse deelnemingen (waarvoor gegevens beschikbaar zijn) op de overheidsobligatiemarkten in lokale munt van de opkomende economieën in 2013 gemiddeld beschouwd goed voor 27 % van het totaal, tegen slechts 12 % in 2009. In Peru en Maleisië hebben niet-ingezetenen zelfs meer dan 40 % van de overheidsobligaties in lokale munt in handen.

3.1.3 Opbouw van mogelijke kwetsbaarheden

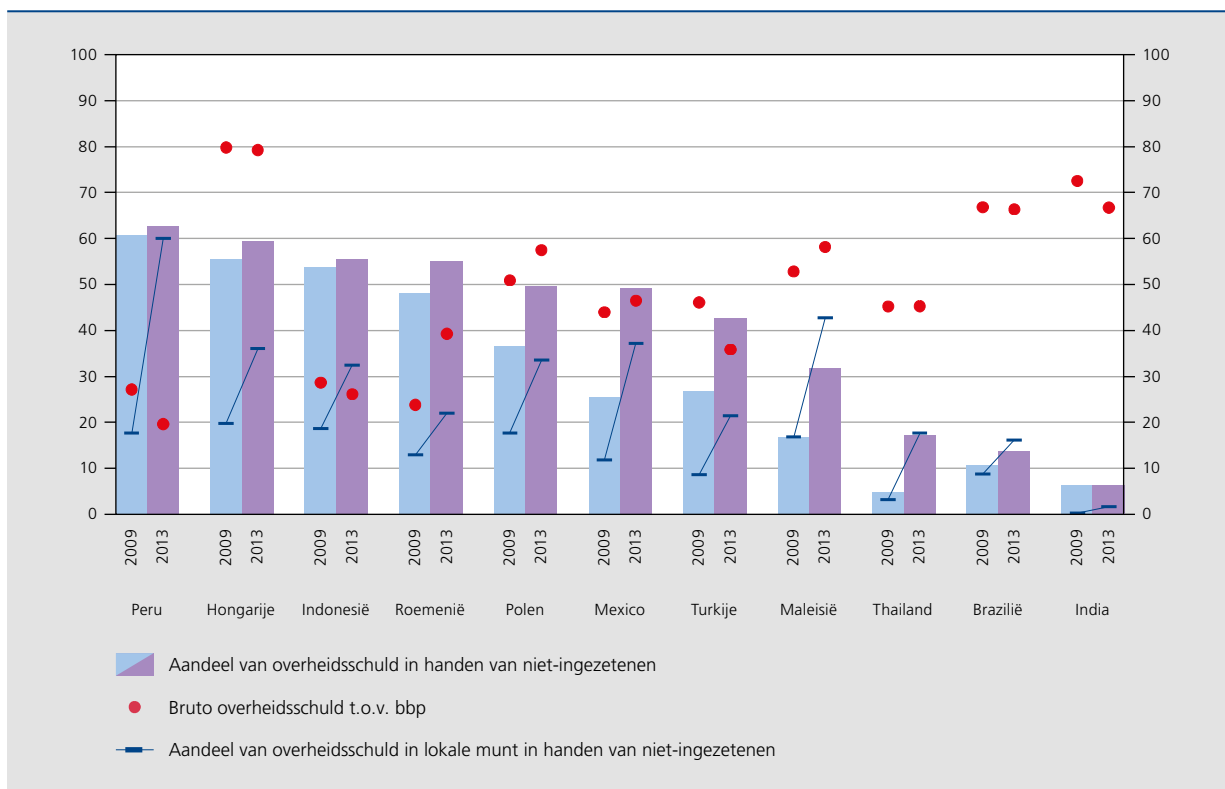
Ofschoon financiële instromen voor de opkomende economieën voordelen inhouden, zijn er ook een aantal risico's aan verbonden.

Om te beginnen, kan een toenemende aanwezigheid van buitenlandse beleggers er mee voor zorgen dat de lokale financiële markten volatieler worden. Zo maken omvangrijker buitenlandse kapitaalinstromen de opkomende economieën gevoeliger voor een plotse inkrimping of ommekeer van deze stromen. Kenmerkend voor liquiditeitsstromen van buitenlandse oorsprong is immers dat ze gewoonlijk sterk procyclisch zijn, wat inhoudt dat ze goedkoop en overvloedig voorhanden zijn in goede tijden maar snel opdrogen bij slecht nieuws, zoals een wereldwijde

(1) Arslanalp en Tsuda (2014) hebben in hun studie gebruik gemaakt van gegevens voor 24 belangrijke opkomende economieën die samen het grootste deel van het investeringslandschap voor overheidsschuld in de opkomende economieën uitmaken.

(2) Bedrijven in opkomende markten hebben ook steeds meer schuld in lokale munt uitgegeven. Buitenlandse participaties hierin blijven echter gering, aangezien deze markten illiquide zijn en buitenlanders minder bereid zijn naast het wisselkoersrisico ook het liquiditeits- en bedrijfskredietrisico te nemen.

GRAFIEK 9 BUITENLANDSE AANWEZIGHEID OP DE OVERHEIDSSCHULDENMARKTEN VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN (in %)



Bronnen: IMF, Arslanalp & Tsuda (2014).

rentestijging of een verslechtering van de binnenlandse fundamentals. Dit deed zich voor in de zomer van 2013 (zie verderop). Opvallend is ook dat in goede tijden, wanneer liquiditeit overvloedig aanwezig is, beleggers minder onderscheid maken tussen de opkomende economieën op basis van hun fundamentals, terwijl ze dat in slechte tijden eerder wel doen. Dit maakt dat in slechte tijden de financiële volatiliteit relatief groter zou zijn in landen met zwakke fundamentals. Ook kunnen buitensporige instromen zelf gedurende lange tijd vrijwel onopgemerkt bijdragen tot een verslechtering van fundamentals, onder meer door de creatie van bubbels in de activaprijzen, totdat plots – bij een algemene ommekeer in het beleggerssentiment – dergelijke onevenwichten worden uitvergroot.

Daarnaast is een toegenomen aanwezigheid van buitenlandse beleggers op lokale financiële markten geen garantie op meer liquide markten. Op de Hongaarse, Indonesische en Maleisische overheidsschuldmarkten in lokale munt werd zelfs een daling van de liquiditeitsvoorwaarden opgetekend (IMF, 2013c). Op minder liquide markten kan een relatief kleine portefeuillereallocatie van een belegger significante implicaties hebben voor het koersverloop.

Zoals hierboven reeds vermeld, heeft de overgang van bank- naar marktfinanciering het risico op valutamismatches in de private sector voorts niet verkleind, integendeel. Zo luidt meer dan 90 % van de internationale

schuldbewijzen van bedrijven in de opkomende economieën in buitenlandse valuta (BIB, 2014).

Tot slot heeft de grote toevoer van goedkope liquiditeiten naar de opkomende economieën een versoepeling van de financiële voorwaarden in de hand gewerkt, wat op zijn beurt zorgde voor een hogere waardering van de activa en voor een sterkere schuldbouw. Heel wat opkomende economieën hebben dan ook te kampen met macro-economische en financiële onevenwichten. Zo hebben zowel bedrijven als overheden sinds 2007 hun schuldgraad zien toenemen met, gemiddeld beschouwd, respectievelijk 58 % en 14 %. Dit alles maakt de opkomende economieën kwetsbaarder voor een normalisatie van het rentepeil en voor een kentering in de kapitaalstromen die zwaardere financieringskosten met zich kunnen brengen.

3.2 Ontwikkelingen sinds mei 2013

3.2.1 Aankondiging van een eventuele normalisatie in het Amerikaans monetair beleid veroorzaakt onrust op de financiële markten van de opkomende economieën

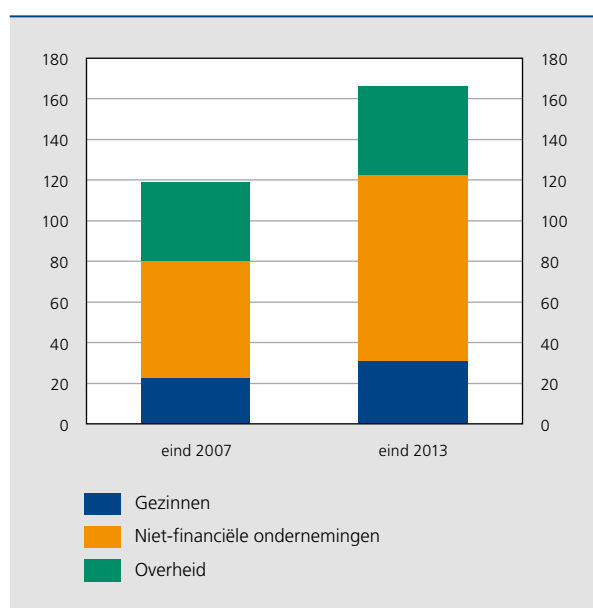
Nadat in de geavanceerde landen gedurende een lange periode een uitzonderlijk accommoderend monetair beleid was gevoerd, verraste Bernanke, de toenmalige voorzitter van de Federal Reserve, op 22 mei 2013 de financiële markten met zijn aankondiging dat de Federal Reserve in de nabije toekomst haar maandelijkse effectenaankopen mogelijk zou verminderen. De markten zagen in dit signaal een aanwijzing dat er vlugger dan verwacht een einde kon komen aan de overvloedige en goedkope liquiditeitsverschaffing door de Federal Reserve, met tot gevolg wereldwijd tumult op de financiële markten. Deze periode van marktstress werd gekenmerkt door een verminderde risicobereidheid, scherpe valutadepreciaties, stijgende rendementen op obligaties, dalende aandelenprijzen en wereldwijd hogere financieringskosten.

Algemeen beschouwd, leden de opkomende markten zwaardere verliezen dan de geavanceerde economieën. Zo verloren de aandelenindices van de opkomende economieën tussen eind mei en eind juni 2013 ongeveer 16 % van hun waarde, tegen slechts 7 % voor de geavanceerde economieën. Over dezelfde periode verloren de valuta's van Brazilië en die van India ongeveer 10 % van hun waarde tegenover de Amerikaanse dollar; voor de Russische roebel was dat ongeveer 5 %; de Chinese yuan bleef evenwel appreciëren.

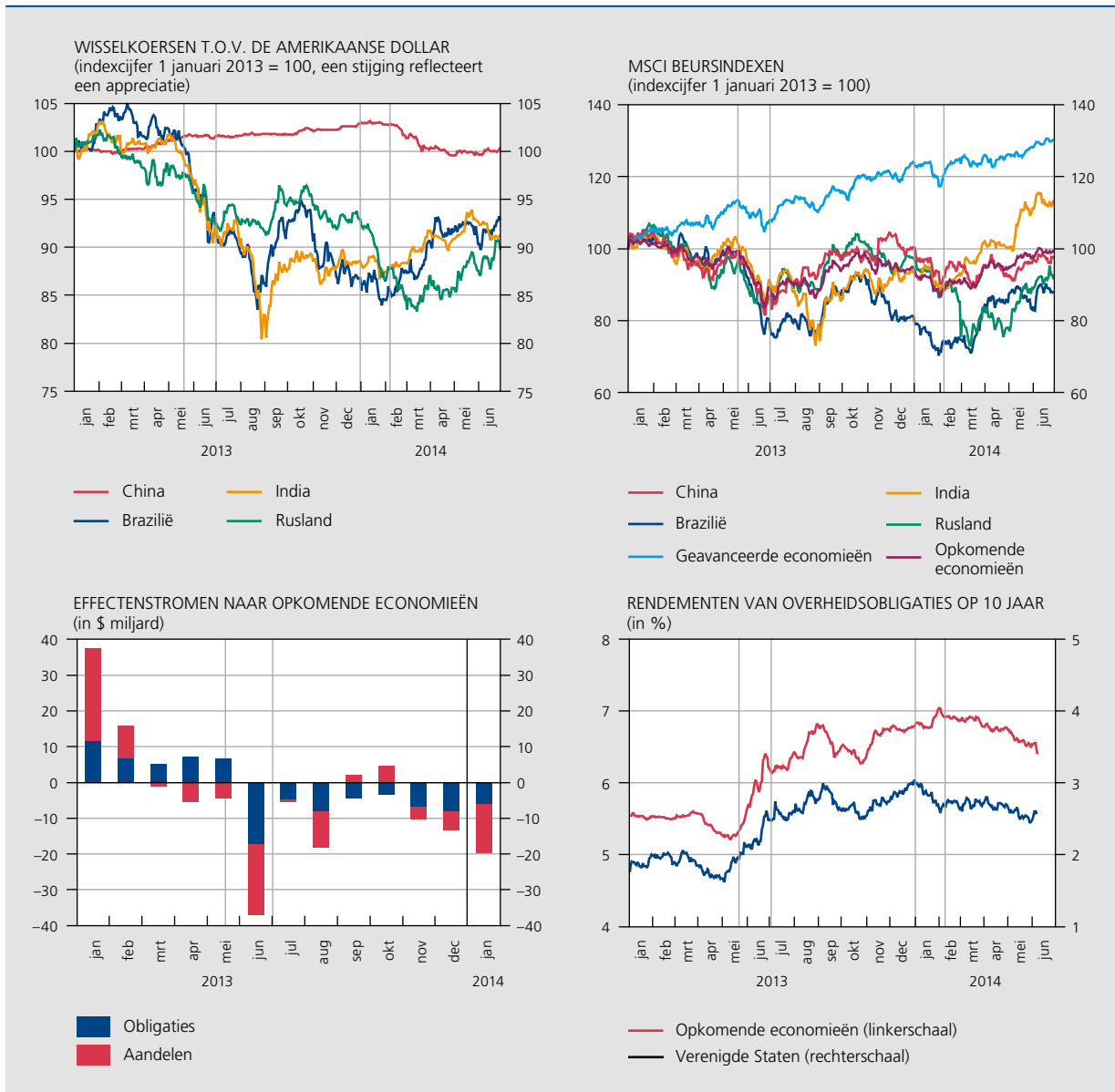
Zo zorgde de marktverwachting – namelijk dat het monetair beleid van de Federal Reserve weldra zou worden

GRAFIEK 10 SCHULDGRAAD VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN

(in % bbp)



Bron: BIB (2014).



Bronnen: BIB, EPFR, Thomson Reuters Datastream.

(1) De verticale lijnen geven respectievelijk de volgende data weer: 22 mei 2013, 1 juli 2013, 1 januari 2014, 3 februari 2014.

bijgestuurd – voor een verstrenging van de mondiale financiële voorwaarden nog vóór de Federal Reserve haar effectenaankopen effectief had verminderd of haar rentetarieven had verhoogd. Om de gemoederen te bedaren, werd begin juli 2013 zowel door de Europese als door de Amerikaanse en Engelse centrale bank verzekerd dat het monetair beleid nog geruime tijd accommoderend zou blijven. Deze forward guidance zorgde ervoor dat de spanning op de financiële markten van de geavanceerde economieën aanzienlijk afnam. De druk op de financiële markten van de opkomende economieën hield echter langer aan. Zo leefden de aandelenmarkten in de

geavanceerde economieën vanaf juli 2013 sterk op, terwijl die in de opkomende economieën een eerder volatiel verloop lieten optekenen. Ook de kapitaalstromen naar geavanceerde economieën herstelden zich vrij snel, terwijl er in de opkomende economieën een verdere uitstroom van fondsen werd opgetekend. De druk op de wisselkoersen van sommige opkomende economieën (bv. Brazilië en India) hield dan ook de hele zomer lang aan.

Naast de reeds aangehaalde kwetsbaarheden, oordeelden de markten dat er een te sterke convergentie was geweest tussen de rendementen en risicopremies van

de opkomende economieën en die van de geavanceerde economieën⁽¹⁾. Deze nauwere ecarts werden bovendien slechts voor een derde verklaard door de binnenlandse situatie, terwijl externe factoren voor het overgrote deel van de convergentie zorgden (zie IMF, 2013c). Een herwaardering drong zich dus op. Daarnaast hadden heel wat opkomende economieën ook zwakkere groei-vooruitzichten, dit in tegenstelling tot de geavanceerde economieën waar de bedrijvigheid eindelijk wat begon aan te trekken.

Terwijl de herfst voor de financiële markten blijkbaar een kalmere periode was, bleef de onzekerheid over de opkomende economieën sluimeren. Eind januari 2014 deed er zich derhalve opnieuw een opstoot van de risicoaversie voor die gepaard ging met een tweede periode van kapitaalvlucht.

3.2.2 Verschillende determinanten van de volatiliteit over drie periodes

De literatuur over het belang van de fundamentals als verklaring voor de marktreacties tijdens de recente periodes van volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën staat nog in een beginstadium. Toch kan men reeds vaststellen dat de variabelen die bepalend waren voor de volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën, mettertijd zijn geëvolueerd. Aanvankelijk speelden ook pushfactoren een meer dominante rol; in een later stadium wonnen de pullfactoren aan belang.

Periode 1 (eind mei – juni 2013): initiële reactie raakt alle opkomende economieën, maar vooral die met een grotere volatiele schuldpositie

Van eind mei tot juni ondervonden alle opkomende economieën, ook die met steviger fundamentals, tumult op hun financiële markten. Landen met een overschot op de lopende rekening (bv. de Filippijnen, Korea, Maleisië en Rusland) bleken evenmin immuun te zijn voor die beroering en hun wisselkoers stond onder een soortgelijke neerwaartse druk als die van de landen met een tekort (bv. Chili, Colombia, Peru, Turkije en Zuid-Afrika (zie grafiek 13, figuur links). Daartegenover bleken de landen met een uit meer liquide componenten bestaande schuldpositie wel kwetsbaarder dan de andere. Wordt, geïnspireerd op Eichengreen & Gupta (2014), de verhouding tussen de passivastock van het effectenverkeer en de overige investeringen, enerzijds, en de totale internationale passivapositie, anderzijds, als proxy gebruikt, dan blijkt immers dat de wisselkoers van landen met een hogere ratio zoals Brazilië, India, Mexico en Turkije (met een lopend tekort) en de Filippijnen, Korea, Maleisië en Rusland (met een

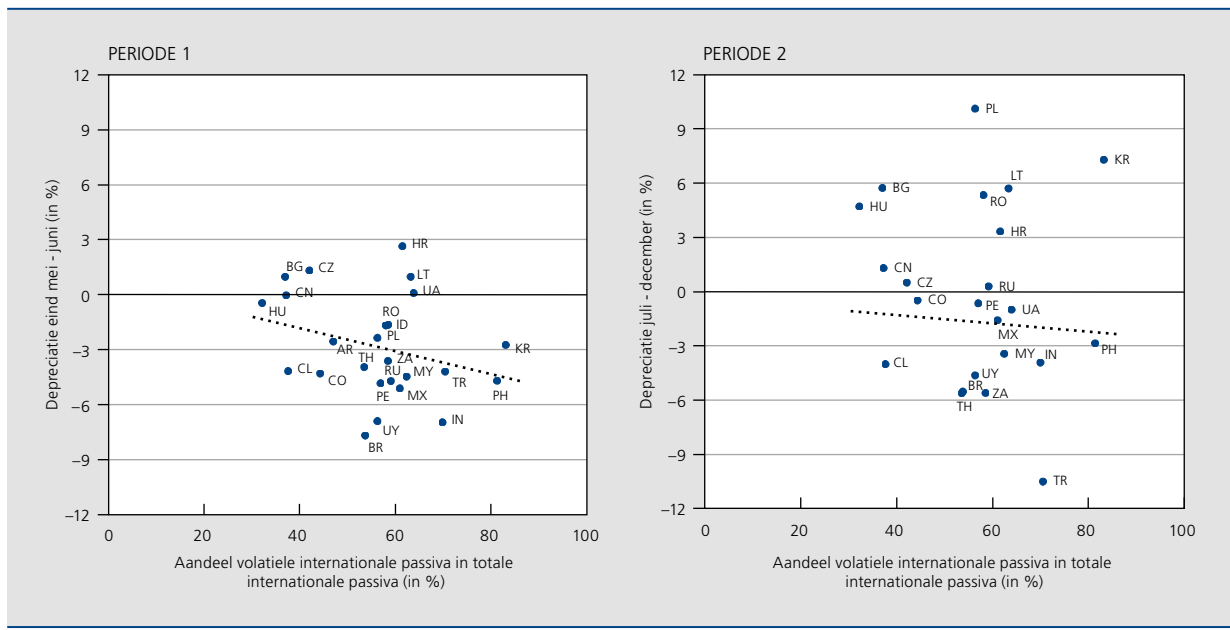
lopend overschot) zwaarder wordt getroffen dan landen met een relatief minder liquide buitenlandse schuld (zie grafiek 12, figuur links). Dit wordt verklaard door het feit dat beleggers hun posities in de opkomende economieën – die in de periode na de crisis fors waren vergroot – zo vlug mogelijk opnieuw wilden afbouwen, wat het gemakkelijkst – en zonder al te zware verliezen – haalbaar was voor de meest liquide posities. Een parallelle oefening, gebaseerd op de totale buitenlandse kapitaalinstromen in de jaren vóór de zomer van 2013, leert bovendien dat landen die sterke instromen hadden opgetekend, hun financiële markten volatieler zagen worden (Mishra et al., 2014). Deze landen zouden gevoeliger zijn voor een wijziging in de mondiale financiële voorwaarden aangezien beleggers er initieel ook de grootste posities hebben ingenomen en dus ook de grootste risico's lopen. Dit verklaart waarom ook landen met stevige fundamentals in de periode mei-juni onder relatief grote druk kwamen te staan (Aizenman et al., 2014). Een en ander bevestigt nogmaals dat de omvang en de samenstelling van de brutoposities wel degelijk van belang zijn om de kwetsbaarheid van een land in te schatten.

Periode 2 (juli – december 2013): meer differentiatie gebaseerd op fundamentals

Naarmate de zomer vorderde, gingen de beleggers wel meer differentiëren tussen opkomende economieën met sterke en opkomende economieën met zwakke fundamentals. Dit wijst erop dat ze zich na hun initiële reactie realiseerden dat fragiele economieën zich moeilijker aan een minder gunstige financiële omgeving zullen kunnen aanpassen. De beleggers focusten meer bepaald op landen met een omvangrijk lopend tekort die vooral gevoelig zijn voor plotse kapitaaluitstromen. De relatie tussen de liquiditeit van de financiële markten en de druk op de wisselkoers gaat dan ook lichtjes verwateren (zie grafiek 12, figuur rechts), terwijl het verband met het saldo op de lopende rekening zich sterker manifesteert (zie grafiek 13, figuur links versus figuur in het midden). Zo zagen Brazilië, India, Indonesië, Zuid-Afrika en Turkije hun valuta's tijdens de periode juli-december 2013 het scherpst depreciëren. Daarnaast waren er ook sterke depreciaties in landen met een hoge inflatie en een snelle kredietgroei.

Landen zoals Brazilië, India, Indonesië, Rusland en Turkije zagen zich dan ook genoodzaakt hun beleidsrentes op te trekken, kapitaalcontroles in te voeren en/of restrictieve macroprudentiële en budgettaire beleidsmaatregelen te nemen. Met name India, Indonesië en Rusland zetten ook

(1) Zo lagen de rendementen van de tienjaars overheidsobligaties van Indonesië, Mexico en de Filippijnen in mei 2013 meer dan 300 basispunten onder het gemiddelde van de periode 2005-2012.



Bronnen : IMF, Thomson Reuters Datastream.

hun reserves in. Daartegenover werden landen met een positief extern saldo en een lage inflatie, waaronder de meeste landen van opkomend Azië en Centraal- en Oost-Europa, als relatief veilig beschouwd; ze ondervonden derhalve weinig neerwaartse of, in sommige gevallen, zelfs opwaartse druk op hun wisselkoers. Hierdoor konden ze hun accommoderend monetair en budgettair beleid aanhouden en in sommige gevallen zelfs versoepelen ter stimulering van hun minder dynamische economische bedrijvigheid.

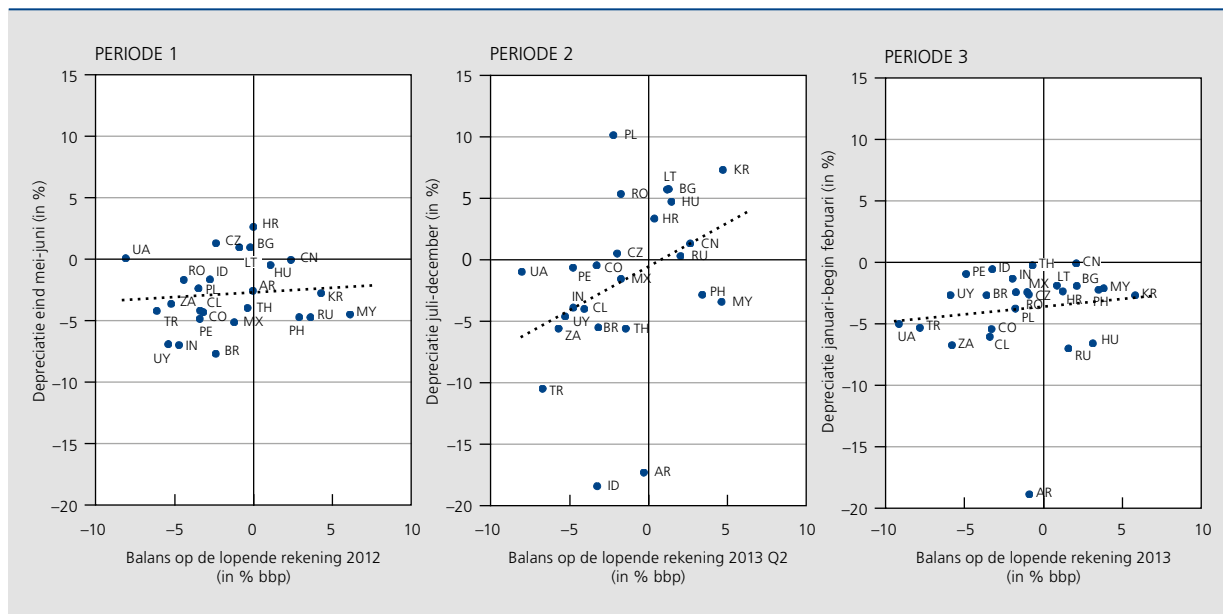
Periode 3 (januari – 3 februari 2014): toenemend belang van politieke spanningen en verschil in economische vooruitzichten

Terwijl de kapitaalvlucht in de zomer van 2013 veroorzaakt werd door een wereldwijde schok, namelijk de anticipatie op een normalisatie van het monetair beleid in de VS, was de financiële volatiliteit begin 2014 te wijten aan specifieke ontwikkelingen in de opkomende economieën zelf. Zo maakte de economische bedrijvigheid in tal van landen een zwakke start, ging een Chinese schaduwbank bijna bankroet wat bijdroeg tot een groeiende bewustwording wat de in de opkomende economieën opgebouwde financiële kwetsbaarheden betrof, verscherpten de politieke strubbelingen (Oekraïne, Thailand, Turkije) en schortte de Argentijnse centrale bank op 23 januari haar ondersteuning van de peso op waardoor deze valuta in één dag 10% afgleed ten opzichte van de dollar. Al deze omstandigheden samen zorgden eind januari voor

een nieuwe opstoot van de volatiliteit in de opkomende economieën. De verliezen op aandelen en obligaties bleven weliswaar beperkter dan in de zomer van 2013, maar de depreciaties van de munten waren vergelijkbaar van omvang.

De focus lag nu voornamelijk op de opkomende economieën met politieke spanningen of met zwakke groeivoorzichten. Daarnaast werden landen met grote tekorten op de lopende rekening nog steeds afgestraft. Om de depreciaties binnen de perken te houden, traden een aantal centrale banken nog krachtadiger op dan in de vorige periode. Zo verkocht de Russische centrale bank in januari 2014 nogmaals reserves. Deze acties stabiliseerden de wisselkoersen maar – in combinatie met het toenemend belang van politieke spanningen – deden ze ook de relatie vervagen tussen de mate van depreciatie van de wisselkoers en de indicatoren die de macro-economische onevenwichten vatten (zie grafiek 13, figuur rechts). Opmerkelijk is ook dat landen die sedert mei 2013 beleidsacties hebben ondernomen (India en Indonesië) meer veerkracht vertoonden.

Vanaf februari hebben valuta's en aandelen in de opkomende economieën geleidelijk veel van hun verliezen van januari goedge maakt; terzelfder tijd zijn de ecarts op obligaties verkleind. Tegen de achtergrond van de teruggekeerde risicobereidheid richtten de beleggers op zoek naar rendement zich opnieuw naar de opkomende



Bronnen: IMF, nationale statistieken, Thomson Reuters Datastream.

economieën. Het vertrouwen blijft echter broos aangezien iedere publicatie van nieuwe informatie mogelijk negatieve effecten kan sorteren op de opkomende economieën. Het valt ook nog af te wachten wat de impact zal zijn van een renteverhoging door de Federal Reserve.

De recente periodes van volatiliteit hebben aangetoond dat de opkomende economieën en de kapitaalstromen ernaartoe nog steeds zeer gevoelig zijn voor een plotse ommekeer in het beleggerssentiment en dit ofschoon die economieën thans meestal over flexibeler wisselkoersen, steviger fundamentals en beter gekapitaliseerde financiële instellingen beschikken dan aan het einde van de jaren negentig. Uit de analyse hierboven blijkt echter ook dat de degelijke fundamentals, in het bijzonder een overschot op de lopende rekening, niet voldoende zijn om gevrijwaard te blijven van spanningen op de financiële markten. De sinds de financiële crisis opgetekende sterke toename van de brutokapitaalstromen en -posities heeft immers ook tot een verhoogde kwetsbaarheid van de opkomende economieën geleid. De aankondiging van de Fed dat ze haar effectenaankopen mogelijk zou terugschroeven, heeft de bewustwording van deze kwetsbaarheden verhoogd en de financiële voorwaarden in de opkomende economieën verstrengd. Een normalisatie van de Amerikaanse rente zou dit laatste nog kunnen verergeren en zodoende additionele kwetsbaarheden onthullen die nu nog niet aan het licht zijn gekomen. De

gegevensbeschikbaarheid met betrekking tot de brutostromen en -posities van de opkomende economieën is immers nog beperkt, waardoor het moeilijk is om vooraf kwetsbaarheden op te sporen.

Conclusie

De lopende rekening (nettoconcept) blijft een onmisbare variabele om de economische en financiële kwetsbaarheden van economieën te analyseren. De sterk toegenomen financiële globalisering, zoals die blijkt uit de nooit eerder geziene expansie van de internationale brutokapitaalstromen, brengt behalve voordelen ook supplementaire risico's met zich mee die niet altijd door nettoconcepten worden gevat. Dit vereist dus een ruimer analysekader waarin ook rekening wordt gehouden met brutoconcepten.

In dit artikel is het belang van beide indicatoren aangetoond aan de hand van twee gebeurtenissen: de financiële crisis en de recente volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën. Het is gebleken dat zowel netto- als brutoconcepten relevante indicatoren zijn die elk op zich een verschillend licht werpen op waar zich mogelijk risico's bevinden.

Terwijl de lopende rekening sinds lang een gevestigde indicator is, is de belangstelling voor brutokapitaalstromen

en -posities pas sinds de financiële crisis beduidend toegenomen. Men is dan ook recentelijk van start gegaan met het aanleggen en beschikbaar stellen van betere statistieken die risico's inzake valuta- en looptijdmatches vatten, aangezien daar op dit ogenblik nog veel onzekerheid over bestaat. Meer transparantie inzake mismatches in brutoposities kan beleidsmakers helpen bij het uittekenen en implementeren van doelgerichte maatregelen die deze kwetsbaarheden beogen aan te pakken. Meer transparantie helpt beleggers ook de risico's verbonden aan bepaalde markten beter in te schatten, waardoor waarderingen van financiële activa meer in overeenstemming kunnen zijn met de onderliggende fundamentals.

Bibliografie

Aizenman J., M. Binici en M.M. Hutchison (2014), *The transmission of federal reserve tapering news to emerging financial markets*, NBER, Working Paper 19980.

Arslanalp S. en T. Tsuda (2014), *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*, IMF Working Paper 14/39.

BIB (2014), *84th Annual Report*.

Blanchard O.J., H. Faruqee en M. Das (2010), 'The initial impact of the crisis on emerging market countries', *Brookings papers on Economic Activity* 41, 263–307.

Blanchard O.J. en G.M. Milesi Ferretti (2009), *Global imbalances in midstream?*, Staff Position Note 09/29.

Borio C. en P. Disyatat (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS, Working Papers 346.

Butzen P., W. Melyn en W. Vandevyvere (2010), 'Herbalancing van de wereldeconomie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 23–41.

Chinn M.D. (2013), 'Global imbalances', in G. Caprio (ed), *The Evidence and Impact of Financial Globalization 3*, Oxford, Elsevier, 67–79.

de Sola Perea M. en C. Van Nieuwenhuyze (2014), 'Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, maart, 109–137.

Eichengreen B. en P. Gupta (2014), *Tapering talk: The impact of expectations of reduced federal reserve security purchases on emerging markets*, World Bank, Policy Research Working paper Series 6754.

Frankel J.A. en G. Saravelos (2010), *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global crisis*, NBER, Working Paper 16047.

Gourinchas P.O. (2011), *Global imbalances and global liquidity*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, November 28–30.

Gourinchas P.O. en M. Obstfeld (2012), 'Stories of the twentieth century for the twenty-first', *American Economic Journal: Macroeconomics* 4, 226–265.

Hale G. en M. Obstfeld (2014), *The euro and the geography of international debt flows*, CEPR, Discussion Paper 9337.

Hobza A. en S. Zeugner (2014), *The 'imbalanced balance' and its unravelling: Current accounts and bilateral financial flows in the euro area*, EC, Economic Papers 520.

IMF (2014a), 'Recovery strengthens, remains uneven', *World Economic Outlook*, April.

IMF (2014b), 'Moving from liquidity to growth-driven markets', *Global Financial Stability Report*, April.

IMF (2013a), *Imbalances and Growth: Update of staff sustainability assessments for G20 Mutual assessment process*, September.

IMF (2013b), 'Finance Future growth: The evolving role of banking systems in CESEE', *Central Eastern and Southeastern Europe-Regional Economic Issues*, April.

IMF (2013c), 'Transition challenges to stability', *Global Financial Stability Report*, October.

- Jordà O., M. Schularick en A.M. Taylor (2011), 'Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons', *IMF Economic Review* 59, 340–378.
- McCauley R.N., C. Upper en A. Villar (2013) 'Emerging market debt securities issuance in offshore centres', *BIS Quarterly Review* Q3, 22–23.
- Mishra P., K. Moriyama, P. N'Diaye en L. Nguyen (2014), *Impact of Fed tapering announcements on emerging markets*, IMF Working Paper 14/109.
- Noeth B. en R. Sengupta (2012), 'Global European banks and the financial crisis', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 94 (6), 457–480.
- Obstfeld M. (2012a), 'Financial flows, financial crises, and global imbalances', *Journal of International Money and Finance* 31 (3), 469–480.
- Obstfeld, M. (2012b), *Does the current account still matter?*, NBER, Working Paper 17877.
- Ollivaud P. en C. Schwellnus (2013), *The post-crisis narrowing of international imbalances – cyclical or durable?*, OECD, Economics Department Working Papers 1062.
- World Bank (2014), 'Capital flows and risks in developing countries' in *Global Economic Prospects: Coping with policy normalization in high-income countries*, 96–119.
- World Bank (2013), 'Recent developments in local currency bond markets', October (<https://www.g20.org>).