

Financial Liberalization, Exchange Rates, and Economic Development

Citation for published version (APA):

Versteeg, R. J. (2009). *Financial Liberalization, Exchange Rates, and Economic Development*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Datawyse / Universitaire Pers Maastricht. <https://doi.org/10.26481/dis.20091120rv>

Document status and date:

Published: 01/01/2009

DOI:

[10.26481/dis.20091120rv](https://doi.org/10.26481/dis.20091120rv)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Nederlandse Samenvatting

De aanname dat vrije markten superieur zijn aan andere alternatieven is één van de hoekstenen van economisch onderzoek. De theorie is duidelijk: vrije goederenmarkten stellen consumenten in staat om die goederen te kopen die ze het liefst willen hebben en brengen ook een gezonde competitie onder producenten teweeg. Op een soortgelijke manier zorgen vrije kapitaalmarkten voor de meest efficiënte allocatie van kapitaal. Rijke landen, die relatief veel kapitaal hebben, kunnen dit geld uitlenen aan arme landen die te kampen hebben met een kapitaalschaarste. Beiden landen halen hier voordeel bij: de investeerder incasseert een hogere rente dan welke hij in zijn thuisland had kunnen ontvangen en de ontvangende landen kunnen het kapitaal goed gebruiken. Bovendien bevordert kapitaalmobiliteit de diversificatie van risico. Vanuit die optiek is het niet verbazingwekkend dat de meeste ontwikkelde landen hun kapitaalmarkten hebben geliberaliseerd. In de jaren negentig was er inderdaad een brede consensus onder de meeste landen dat kapitaalcontroles weinig of geen rol meer speelden in het bevorderen van financiële stabiliteit. Bretton Woods (1944–1971), gekenmerkt door vaste wisselkoersen en sterke monetaire controle, leek ver weg.

Hoewel de werking van kapitaalcontroles duidelijk beschreven zijn in de economische theorie, is de praktijk echter weerbarstiger omdat de theorie veelal uitgaat van perfecte kapitaalmarkten of een *first best* wereld. In de praktijk zijn er echter vele imperfecties in de kapitaalmarkten: markten zijn niet compleet, informatie is niet symmetrisch, en binnenlandse kredietmarkten imperfect, om maar een paar voorbeelden te nemen. Bovendien wijst de recente literatuur op het gebied van financiële crises op de mogelijkheid van meerdere evenwichten en zelfvoltrekkende voorspellingen, beide welke een mogelijke instabiliteit van de financiële markt inhouden. In deze *second best* wereld van marktverstoringen zijn de effecten van kapitaalcontroles moeilijker te bepalen. De Aziatische financiële crisis van 1997 legde de zwaktes van de huidige internationale financiële wereld pijnlijk bloot en plaatste kapitaalcontroles terug op de agenda. De Aziatische landen die hun kapitaalmarkten het meest verregaand geliberaliseerd hadden, zoals Thailand en Indonesië, werden het hardst getroffen door de crisis, terwijl China en Maleisië, die terugvielen op het gebruik van kapitaalcontroles, relatief ongeschonden uit de crisis leken te komen. De kredietcrisis in 2008 laat zien dat ook de westerse landen niet immuun zijn. Het huidige debat trekt de aanname van marktefficiëntie sterk in twijfel, en veel mensen roepen om meer en strengere regulering. Er zijn zelfs stemmen om een tweede ‘Bretton Woods’

te creëren.

Met het oog op deze ontwikkelingen is gedegen onderzoek naar de effecten van kapitaalcontroles belangrijk. Hoewel het niet aannemelijk is dat de ontwikkelde landen hun kapitaalmarkten zullen afsluiten voor buitenlands kapitaal, is het niet ondenkbaar dat de huidige ontwikkelingen een belangrijke factor spelen in de beslissing van ontwikkelingslanden om hun kapitaalmarkten al dan niet te liberaliseren. Een evenwichtige kijk op de voor- en nadelen van kapitaalcontroles is belangrijk om te bepalen of men al al dan niet moet overgaan tot liberalisatie. De doelstelling van deze dissertatie is daarom nieuwe inzichten te verkrijgen in de rol van controles op internationale kapitaalbewegingen. De dissertatie is opgezet rondom drie kernvragen:

1. Wat zijn de karakteristieke eigenschappen van wisselkoersvoorspellingen?
2. Hoe beïnvloedt financiële liberalisatie wisselkoersrisico en de relatie tussen rentes en wisselkoersen?
3. Hoe wordt economische groei beïnvloed door financiële liberalisatie en welke vormen van kapitaal zijn effectief als financiële markten slecht ontwikkeld zijn?

Het eerste deel van deze dissertatie bekijkt wisselkoersverwachtingen van markt-participanten verkregen door enquêtes. Het voordeel van deze enquêtes is dat ze wisselkoersverwachtingen observeerbaar maken. Hoewel wisselkoersverwachtingen niet direct te maken hebben met financiële liberalisatie, bieden ze een interessante invalshoek om naar financiële liberalisatie te kijken. Hoewel veel onderzoek gedaan is met verwachtingsdata van wisselkoersen, heeft men nog nooit de karakteristieken van deze enquête data zelf in kaart gebracht. Hoofdstuk 2 vult dit gat in de literatuur met een bespreking van de belangrijkste empirische tijdreeks-eigenschappen van wisselkoersverwachtingen. Het hoofdstuk laat zien dat de eigenschappen van verwachte wisselkoersen erg gelijklopend zijn met de eigenschappen van gerealiseerde contant- en termijenkoersen. Hieruit volgt tevens dat de eigenschappen van verwachte wisselkoersrendementen ook moeten lijken op de eigenschappen van gerealiseerde wisselkoersrendementen en termijnpremies. Verwachte wisselkoersen worden, net zoals de gerealiseerde contant- en termijenkoersen, ook gekenmerkt door eenheidswortels. Verwachte wisselkoersrendementen worden, net zoals de gerealiseerde rendementen en de termijnpremies, gekenmerkt door volatiliteitsclusters en vette staarten. Waar de eigenschappen van gerealiseerde wisselkoersrendementen en termijnpremies van elkaar verschillen, schijnen de eigenschappen van verwachte wisselkoersrendementen een tussenliggende positie in te nemen. Dit is het geval voor eigenschappen zoals excess volatiliteit, autocorrelatie, en conditionele dikstaartigheid.

Deel twee van deze dissertatie onderzoekt het verband tussen kapitaalcontroles en de dynamiek van wisselkoersen. Hoofdstuk 3 onderzoekt het effect van kapitaalcontroles op het verband tussen rentever verschillen en wisselkoersen, ofwel de zogenaamde ongedekte rentepariteitsconditie. Het afsluiten van de binnenlandse economie voor buitenlandse invloeden vormt een belangrijk motief voor overheden om kapitaalcontroles in te stellen. Deze studie toont echter aan dat kapitaalcontroles geen goed middel zijn om deze doelstelling te bereiken: de resultaten laten zien dat kapitaalcontroles geen effect hebben op de voornoemde relatie tussen rentes en wisselkoersen

Het terugdringen van wisselkoersvolatiliteit is een ander belangrijk motief voor overheden om kapitaalcontroles in te stellen. De vraag die in hoofdstuk 4 wordt bekeken, is echter of controles daar daadwerkelijk bij helpen. Grote depreciaties van de eigen valuta vormen meestal de belangrijkste bron van zorg voor beleidsmakers. Dit hoofdstuk gebruikt statistische extreme waardentheorie om de waarschijnlijkheid van optreden van deze extreme neerwaartse bewegingen te meten. In een eerste stap wordt bepaald hoe vet de staarten van de distributie van wisselkoersrendementen zijn. Des te vetter de staarten, des te groter de kans dat zich een extreem grote neerwaartse (of opwaartse) beweging voordoet. In een tweede stap wordt met behulp van een zogenaamde kwantielschatter berekend—voor een gegeven kleine overschrijdingskans—hoe groot deze extreme bewegingen precies zijn. De resultaten laten zien dat voor de meeste landen de staartdikte en de grootte van de extreme kwantilen afnemen na liberalisatie. . Geliberaliseerde markten vertonen dus minder extreme depreciaties dan gecontroleerde markten en dit geldt voor zowel ontwikkelingslanden als voor ontwikkelde landen. Op basis van de resultaten in hoofdstuk 3 en hoofdstuk 4 kan men dus concluderen dat kapitaalcontroles contra-productief zijn in het reguleren van wisselmarkten.

Het laatste deel van dit proefschrift neemt het bredere vraagstuk van economische ontwikkeling onder de loep. Er bestaat een grote literatuur over hoe ontwikkelingslanden hun gesloten en onderontwikkelde kapitaalmarkten kunnen transformeren naar open en hoogontwikkelde kapitaalmarkten. Dit deel van de dissertatie sluit aan bij die literatuur. In hoofdstuk 5 wordt gekeken naar de positieve en negatieve effecten van verschillende types van kapitaalcontroles op economische groei, terwijl 6 beargumenteert dat projectfinanciering een geschikte vorm van kapitaal is en groeibevorderend functioneert in laag ontwikkelde kapitaalmarkten.

Om de effecten van verschillende types van kapitaalcontroles van elkaar te onderscheiden, wordt in hoofdstuk 5 een nieuwe maatstaf ontwikkeld die een grotere variëteit aan verschillende controles omvat dan tot nog toe het geval was in empirisch groeistudies. . Bovendien geeft deze maatstaf een indicatie van de intensiteit van de controles, waar voorgaande maatstaven dit veelal niet deden. De resultaten van dit hoofdstuk laten zien dat in ontwikkelingslanden controles op de instroom van kapitaal wel een positieve invloed hebben op economische groei en dit in tegenstelling tot controles op de uitstroom van kapitaal. Ook wordt aangetoond dat controles op de in- en uitstroom van kapitaal in de aandelenmarkten een negatief effect hebben op economische groei. Dit fenomeen kan ook verklaren waarom veel landen hun aandelenmarkten relatief vroeg liberaliseren.

Projectfinanciering en het effect op economische groei staan centraal in hoofdstuk 6. In deze vorm van financiering wordt een project, bijvoorbeeld een energiecentrale, opgezet binnen een 'projectbedrijf' dat als een onafhankelijke rechtspersoon opereert en dat voornamelijk gefinancierd wordt door syndicaatsleningen. De vorm van financiering wordt voornamelijk gebruikt voor complexe projecten met veel asymmetrische informatie en een hoog risico. Wij argumenteren dat projectfinanciering erg geschikt is voor gebruik in ontwikkelingslanden omdat de unieke structuur van deze vorm van kapitaal goed om kan gaan met slecht ontwikkelde financiële markten. In de empirische sectie wordt aangetoond dat dit inderdaad het geval is.

Deze dissertatie werpt een aantal onderzoeksvragen op voor vervolgonderzoek. Ten eerste is er de mogelijkheid om de verwachtingsdata (besproken in hoofdstuk 2) te gebruiken om te kijken naar de rol van buitenlandse investeerders in financiële crises. Ten tweede kunnen de resultaten van hoofdstuk 4 uitgebreid worden naar een multivariate analyse om kapitaal controles te vergelijken met andere determinanten van wisselkoersrisico. Ten derde kan de constatering van hoofdstuk 6 dat projectfinanciering bijdraagt aan economische groei dienen als een startpunt om andere vormen van kapitaal te vinden die geschikt zijn om economieën met slecht ontwikkelde financiële markten te ontwikkelen.

De resultaten en de suggesties voor toekomstig onderzoek in deze dissertatie zijn zowel relevant voor academici als beleidsmakers. De resultaten onderstrepen het belang voor ontwikkelingslanden om goed na te denken over hoe en wanneer hun kapitaalmarkten te liberaliseren: financiële liberalisatie is een proces dat alleen ondernomen moet worden als binnenlandse kapitaalmarkten daar klaar voor zijn. Tegelijkertijd bevat deze dissertatie ook een waarschuwing: kapitaalcontroles zijn niet kosteloos en zijn in veel gevallen niet het juiste middel voor beleidsmakers.