

2014-09-23

## PERSCOMMUNIQUÉ

---

### **Mondiale onevenwichten en brutokapitaalstromen**

(artikel voor het Economisch Tijdschrift van september 2014)

Het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans is sinds lang een gevestigde indicator voor de externe kwetsbaarheid van een economie. Zo worden landen met een tekort op de lopende rekening en een opgebouwde nettoschuldpositie kwetsbaar geacht voor een ommekeer in kapitaalstromen (*sudden stop*) wat een pijnlijke aanpassing in de gehele economie tot gevolg kan hebben. De sterke toename in de mondiale onevenwichten die zich vóór de financiële crisis voordeed – en die hoofdzakelijk het resultaat was van, enerzijds, de gestaag groeiende tekorten in de Verenigde Staten en, anderzijds, de oplopende overschotten in China en de grondstoffenexporterende landen – werd dan ook met enige bezorgdheid opgevolgd. Volgens de excess savings theorie werden de Amerikaanse tekorten gefinancierd door Aziatische landen met een overschot op de lopende rekening, terwijl het eurogebied, gekenmerkt door een extern quasi evenwicht, geen rol leek te spelen in deze analyse.

De uitkomst van de financiële crisis – geen sudden stop in de Verenigde Staten, zware verliezen voor de Europese bankensector omwille van hun blootstelling t.o.v. de Verenigde Staten en de vrij ongeschonden financiële positie van de Aziatische overschotlanden – toonde echter de tekorten van dit analysekader aan. Daarnaast zijn de mondiale onevenwichten en derhalve ook de kwetsbaarheden die ermee gepaard gaan, sinds het uitbreken van de financiële crisis sterk afgenomen wat ertoe bijgedragen heeft dat de aandacht van de internationale beleidsfora verschoof naar het uitbouwen van een veiliger financieel kader. Ook valt er in de recente economische literatuur een toenemende belangstelling op te merken voor het verloop en de samenstelling van bruto internationale kapitaalstromen- en posities.

Sinds het midden van de jaren negentig kenden de bruto internationale kapitaalstromen immers een sterke stijging wat resulteerde in een ongekende opbouw van bruto internationale activa- en passivaposities. De krachtige expansie van internationale brutokapitaalstromen brengt naast voordelen ook bijkomende risico's inzake mismatches in valuta, looptijd en liquiditeit met zich mee die nettoconcepten niet altijd vatten. Zo blijkt uit de betalingsbalansstatistieken van de Verenigde Staten dat de buitenlandse kapitaalinstromen hoofdzakelijk afkomstig waren uit Europa en slechts in beperkte mate uit de Aziatische landen met een overschot op de lopende rekening. De analyse van de brutokapitaalstromen laat dus toe andere bronnen van kwetsbaarheid op te sporen dan deze geïdentificeerd aan de hand van het saldo op de lopende rekening.

Desalniettemin blijft er voor nettostromen en -posities ook een noodzakelijke rol weggelegd in de externe kwetsbaarheidsanalyse van een economie. Zo toonde de Europese overheidsschuldencrisis aan dat banken in de zogenaamde kernlanden zoals Duitsland, Frankrijk, België en Nederland aanzienlijke activa opbouwden in de perifere landen maar zich er niet financierden wat ertoe leidde dat de perifere landen netto-kapitaalimporteurs waren en dus, zoals gebleken is, gevoelig waren voor een sudden stop.

Een gelijkaardige analyse van de recente periode van volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën wijst eveneens op het belang van het gebruik van zowel bruto- als netto-concepten bij het evalueren van de kwetsbaarheid van een economie. Tijdens het afgelopen decennium zijn immers ook de financiële markten van de opkomende economieën sterk verdiept. De toegenomen belangstelling van buitenlandse beleggers speelde hierin een belangrijke rol; zo hebben zij de ontwikkeling van nieuwe activaklassen mede mogelijk gemaakt. Terzelfdertijd kan de grotere aanwezigheid van buitenlandse beleggers er echter mee voor zorgen dat de financiële markten van opkomende economieën volatieler worden, voornamelijk dan gedurende slechte tijden wanneer beleggers meer rekening gaan houden met landspecifieke economische en financiële kwetsbaarheden. Uit de analyse blijkt dat de variabelen die bepalend waren voor de recente volatiliteit op de financiële markten mettertijd zijn geëvolueerd. Waar beleggers initieel hun kapitaal wegtrrokken uit opkomende economieën gekenmerkt door grote volatiele brutoschuldposities of instromen, differentieerden zij in een later stadium meer tussen opkomende economieën met sterke en zwakke fundamentals (o.a. het saldo op de lopende rekening).

Het verder aanleggen en beschikbaar stellen van statistieken i.v.m. de samenstelling en omvang van brutokapitaalstromen en –posities zal in de toekomst ongetwijfeld bijdragen tot het vlugger identificeren van mogelijke mismatches op de balans. Wat op zijn beurt beleidsmakers kan helpen in het uittekenen en implementeren van doelgerichte maatregelen die deze kwetsbaarheden aanpakken.