

## Nederlandse Samenvatting (Summary in Dutch)

Dit onderzoek analyseert de rol van besmetting in het zenden van schokken doorheen markten. Een van de mogelijke geleidingsbanen voor besmetting is een zich wijzigende zin voor risico van internationale investeerders. Het doel van dit onderzoek is de empirische literatuur over besmetting onder de loep te nemen en een methodologie voor benadering van de huidige hiaten in de literatuur voor te stellen. Het onderzoeksprogramma bestudeert een aantal financiële crisissen over de voorbije tien jaar op basis van dagelijkse financiële gegevens voor een representatieve groep van ontwikkelingslanden en rijpe economieën<sup>1</sup>.

Het belang van een beleid op dit gebied is duidelijk, gezien besmetting een belangrijke rol kan spelen in een wereldwijd spreiden van wat anders, bij afwezigheid van besmetting, beheerste idiosyncratische episodes van financiële spanning zouden geweest zijn. Besmetting kan dus systematische financiële crisissen veroorzaken. Inderdaad, beleidsmakers hebben bijna steeds op typische wijze tussengekomen, door financiële instellingen uit de nood te helpen of het monetaire beleid te versoepelen wanneer episodes van financiële spanning tengevolge van besmetting dreigden systematisch te worden. Het onderzoek werd georganiseerd rond vijf afzonderlijke hoofdstukken die de verschillende aspecten van dit probleem analyseren<sup>2</sup>.

Hoofdstuk 1 leidt het onderwerp in met een overzicht van de daaropvolgende hoofdstukken. Hoofdstuk 2 kijkt kritisch de hoofdthema's in de actuele empirische literatuur over besmetting, met het doel blijkbaar ongerelateerde benaderingen die tot nu toe als een wijze tot onderzoek van financiële besmetting werden voorgesteld met elkaar te verzoenen. In hoofdstuk 3 wordt de rol van besmetting in de obligatiemarkten in een aantal ontwikkelingslanden en rijpe economieën gedurende diverse periodes van financiële crisis onderzocht. Men heeft vastgesteld dat besmetting duidelijk merkbaar was gedurende het najaar van 1998 in de Russische crisis wanneer het Long-Term Capital Management (LTCM) hedge fund bijna ineens stortte. Hoofdstuk 4 onderzoekt de rol van besmetting in een aantal opkomende markten en rijpe economieën, doch gesteund op hun aandelenmarkten. Gelijkaardige uitwerkingen als deze die de Russische/LTCM crisis op andere economieën

---

<sup>1</sup> Onderzocht in González-Hermosillo, Brenda, (2007a), "Spillovers and Contagion in International Capital Markets", *IMF Institute Courier*, Washington D.C., Vol. 13.

<sup>2</sup> Hoofdstukken 2, 3, 4 en 5 zijn deels een gezamenlijk werk met Mardi Dungey (Cambridge University), Renee Fry (Australian National University), Vance Martin en C. Tang (Melbourne University).

veroorzaakte worden vastgesteld. Versies van hoofdstukken 2, 3 en 4 werden onlangs in de aangehaalde economische tijdschriften of boeken<sup>3</sup> gepubliceerd.

De daaropvolgende hoofdstukken breiden de gegevensset uit om de recentste periodes van financiële spanning behandelen, waarvan sommige op het ogenblik van opstellen van deze publicatie nog aan de gang waren. Aldus worden eveneens de Turkse crisis in het voorjaar van 2006, de instorting van de Chinese beurs in februari 2007 en de crisis van de subprime-hypotheken en contantenschaarste van de Verenigde Staten die in de zomer van 2007 begon onderzocht.

Bovendien wordt in hoofdstuk 5 de analyse uitgebreid en worden in de literatuur voor de eerste maal de obligatiemarkten en aandelenmarkten voor een aantal opkomende markten en rijpe economieën gezamenlijk onderzocht. Het opzet is dagelijkse gegevens uit observaties over een periode van bijna tien jaar (1998-2007) gedurende dewelke een aantal moderne financiële crisissen zich voordeden te behandelen. De resultaten bevestigen dat de Russische/LTCM episode van financiële spanning in 1998 samenhang met belangrijke besmettingskanalen voor andere markten in de rest van de wereld. Men stelde eveneens vast dat de crisisperiodes na 1998 dit kenmerk van spreiden van besmetting doorheen de wereld praktisch niet vertoonden. Nochtans kwam besmetting midden 2007 gedurende de crisis van de subprime-hypotheken en contantenschaarste in de Verenigde Staten met alle heftigheid terug opduiken. Beide besmettingsepisodes (najaar 1998 en midden 2007) deden zich voornamelijk voor via obligatiemarkten en beiden hadden betrekking op spanning in de financiële markten van rijpe economieën. Deze laatste observatie schijnt erop te wijzen dat zin voor risico van internationale investeerders die tevens hoofdfiguren in de voornaamste wereldwijde financiële zijn misschien een rol in het zenden van schokken doorheen markten en landen kan spelen.

Om deze mogelijkheid formeel te onderzoeken bestudeert hoofdstuk 6 empirisch de rol die zin voor risico van internationale investeerders, wegens toestandswijzigingen in de wereldwijde financiële markten, over de laatste tien jaren in het zenden van schokken doorheen de markten gedurende de diverse crisisperiodes zou kunnen hebben gespeeld. De onderzochte gegevens zijn

---

<sup>3</sup> Dungey, Mardi, Renée Fry, Brenda González-Hermosillo, en Vance Martin, (2005a), "A Comparison of Alternative Tests of Contagion with Applications," hoofdstuk 3 in *Identifying International Financial Contagion: Progress and Challenges*, uitgegeven door M. Dungey and D. Tambakis, Oxford University Press, New York;

Dungey, M., Fry, R., González-Hermosillo, B. en Martin, V.L. (2005b), "Empirical Modelling of Contagion: A Review of Methodologies", *Quantitative Finance*, 5, pp. 9-24;

Dungey, M., R. Fry, B. González-Hermosillo en V.L. Martin (2006), "Contagion in International Bond Markets During the Russian and LTCM Crises", *Journal of Financial Stability*, 2, pp. 1-27;

Dungey, M., R. Fry, B. González-Hermosillo en V.L. Martin (2007b), "Contagion in Global Equity Markets in 1998: The Effects of the Russian and LTCM Crises", *North American Journal of Economics and Finance*, 18, pp. 155-174.

dagelijkse gegevens, gesteund op de spreiding van staatsobligaties in ontwikkelingslanden en obligaties van investeer kwaliteit uitgegeven door gerenommeerde vennootschappen in rijpe economieën. Inderdaad, de resultaten schijnen aan te duiden dat er praktisch geen besmetting meer bestaat nadat de rol van wijzigingen in de lust voor risico van investeerders als reactie op de wijzigende toestanden in de wereldwijde financiële markten werd beheerst.

Hoofdstuk 7 besluit met een aantal gevolgtrekkingen uit dit onderzoek en stelt een aantal domeinen voor toekomstige studie voor. Hierna volgen enkele van de hoofdbesluiten uit dit onderzoek:

- ❖ Vooreerst werd na onderzoek van de diverse episodes van financiële spanning over de voorbije tien jaar vastgesteld dat de Russische/LTCM-crisis van 1998 en de subprimecrisis van de Verenigde Staten in 2007 de meeste besmetting veroorzaakten. Beide crisissen begonnen in de kredietmarkten en spreidden zich uit naar de beurzen.
- ❖ Ten tweede, eens dat de factoren van de wereldwijde financiële markten uitdrukkelijk beschouwd worden als factoren die de zin voor risico van de investeerders beïnvloeden, is besmetting van opkomende markten zeer gering of nagenoeg onbestaand. Deze bevinding lijkt tegenstrijdig te zijn met sommige resultaten in de empirische literatuur over besmetting. De literatuur over besmetting onderzoekt de buiten de fundamentele marktmechanismen bestaande verbanden die landen en vermogensmarkten gedurende de periodes zonder crisis verbinden en die zich enkel gedurende een crisis manifesteren. Maar in feite bepaalt de empirische literatuur over besmetting niet precies hoe deze bijkomende kanalen gedurende periodes van spanning worden gevormd. Een mogelijk kanaal van besmetting is dat schokken in een bepaalde markt eventueel een invloed kunnen hebben op de zin voor risico van internationale investeerders, die zich uit via herschikking van hun portefeuilles of eenvoudigweg herziening van hun verwachtingen. Inderdaad, zin voor risico van internationale investeerders blijkt een belangrijk kanaal in het veroorzaken van besmetting doorheen de wereldwijde financiële markten te zijn.
- ❖ Tenslotte toont dit onderzoek aan dat besmetting belangrijk kan zijn in het zenden van schokken doorheen markten en landen. In een steeds meer geïntegreerde wereldwijde financiële markt kan besmetting zowel ontwikkelingslanden als rijpe economieën treffen. Zin voor risico van internationale investeerders kan een belangrijke geleidingsbaan van deze besmetting zijn.