

De economische verhouding van Azië met de Fed

Het vooruitzicht dat de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) haar ruime monetaire beleid binnen afzienbare termijn zou gaan afbouwen, kwam deze zomer vooral bij opkomend Azië hard aan. Internationale financiële instellingen waarschuwden voor een mogelijke crisis. Wanneer de onvermijdelijke wijziging in het beleid van de Fed er komt, is een crisis in Azië echter onwaarschijnlijk.

**MARITZA
CABEZAS**
Senior econoom bij
ABN-AMRO

De onrust op de financiële markten in de opkomende economieën ontstond afgelopen zomer nadat Fed-voorzitter Ben Bernanke er tijdens een persconferentie op 22 mei op zinspeelde dat de Fed op korte termijn een begin zou maken met de afbouw van haar programma voor het opkopen van obligaties. Dit zou de eerste stap zijn in het proces van monetaire verkrapping. Deze aankondiging leidde tot een economische schokgolf in de opkomende economieën. De grootste slachtoffers waren India en Indonesië, die hun munt sterk in waarde zagen dalen en ook hun buitenlandse reserves zagen afnemen nadat de instroom van kapitaal fors was gedaald (figuur 1). Door uitlatingen van Bernanke in september, die door de financiële markten werden uitgelegd als een uitstel van de eerste renteverhoging, keerde de rust terug en werd de uitstroom deels teruggedraaid. Dit jaar bleven de gevolgen van de kapitaaluitstroom uit Azië daarom beperkt tot een overkomelijke depreciatie van valuta en een geringe stijging van de beleidsrente, omdat de uitstroom grotendeels kon worden opgevangen met massale valuta-interventies door de centrale banken. Mocht het idee bij beleggers postvatten dat de Fed binnen afzienbare tijd toch onverwachts sterker zal gaan verkrappen, dan zal de kapitaaluitstroom zich echter opnieuw voordoen.

Tegen deze achtergrond waarschuwden het IMF (2013) en de Wereldbank (2013) dat de overgang naar een omgeving met hogere rentes op een abrupte en ontwrichtende manier kan geschieden, met vooral een impact op landen met posities die alleen houdbaar zijn in een omgeving van lage rentes. Het ECB-directielid Asmussen (2013) wijst op het gevaar dat de externe gevolgen van het beëindigen van het verruimende monetaire beleid in de Verenigde Staten ditmaal groter zou kunnen zijn dan in 1994, ten tijde van de Mexico-crisis.

Op basis van de economische literatuur neemt de kans op een regionale crisis sterk toe in geval van een valutacrisis voor een enkel land. Goldstein *et al.* (2000) stellen dat een crisis in de opkomende markten in eerste instantie begint met een valutacrisis voor een of twee landen, maar dat het vaak niet blijft bij een geïsoleerd geval, omdat deze nieuwe informatie bij beleggers zal leiden tot een herziening van het oordeel over andere landen, waardoor een valutacrisis voor een of twee landen het startpunt kan zijn voor een crisis in opkomende markten. Het is dan ook zinvol te bezien of valutacrisis te verwachten zijn in opkomende economieën, in het bijzonder in Azië.

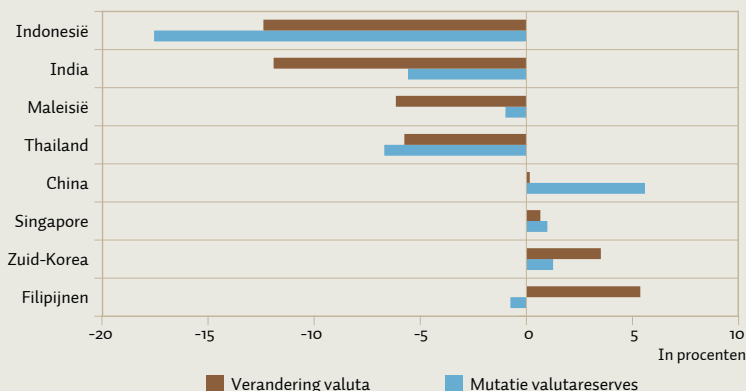
HET TRANSMISSIEKANAAL

De verwachte ontwikkeling kan beter worden begrepen door te kijken naar de krachten achter de kapitaalstromen naar opkomende economieën. Deze worden gedreven zowel door aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden in specifieke opkomende economieën (de pull-factor), als door een ruime hoeveelheid aan liquiditeit en beperkte beleggingsmogelijkheden in de Verenigde Staten en elders (de push-factor) (Fernandez-Arias, 1994). De afgelopen jaren speelden beide factoren een belangrijke rol in de grote kapitaalstroom richting Azië. De economische *fundamentals* waren ongekend: de Aziatische landen kenden een collectief overschot op de lopende rekening en hun groeicijfers waren met gemiddeld meer dan zes procent fors hoger dan die van de westerse economieën, die per saldo stagneerden. Het extreem ruime Amerikaanse mo-

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Afname valutareserves en valutaonrust

FIGUUR 1



Bron: Bloomberg

netaire beleid was tegelijkertijd verantwoordelijk voor historisch lage rentestanden. Voor bijvoorbeeld Amerikaanse institutionele beleggers met relatief hoge rendementsdoelstellingen was het hierdoor vrijwel onmogelijk om te volstaan met alleen binnenlandse beleggingen. Beleggers weken hierdoor op grote schaal uit naar opkomende economieën, om te profiteren van de bestaande renteopslag in deze landen (*search for yield*). Bovendien werden de risico's op buitenlandse beleggingen in een dergelijke omgeving van lage rente als geringer ingeschat. De vraag naar vastrentende waarden in opkomende markten leidde ertoe dat de renteopslag ten opzichte van Amerikaanse obligaties afnam, waardoor ook de rente in die landen naar lage niveaus bewogen. Hierdoor werd het voor binnenlandse partijen interessant om obligaties uit te geven op hun lokale kapitaalmarkt, waarvan vooral bedrijven op grote schaal gebruik hebben gemaakt.

Doordat de pull-factoren specifiek per land zijn, zullen

veranderingen hierin per definitie nooit gelijktijdig plaatsvinden. De push-factor wordt echter sterk gestuurd door het Amerikaanse monetaire beleid. Wijzigingen hierin kunnen abrupt zijn en hebben bovendien tegelijkertijd een impact op alle opkomende economieën. Deze combinatie van impact en volatiliteit verklaart dat de crises uit het verleden in de opkomende markten veelal samenhangen met een verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid. Verkrapping van het monetaire beleid van de Fed werd de afgelopen dertig jaar vrijwel altijd gevolgd door de grootste crises in opkomende markten – de uitbraak van de schulden crisis in 1982, de intensivering van de schulden crisis in de tweede helft van de jaren tachtig, de Mexico-crisis in 1994/1995 en de Azië-crisis in 1997/1998 (figuur 2). Alleen de scherpe monetaire verkrapping in de periode 2004–2006 ontbreekt als voorbode van een crisis in de opkomende markten, temeer omdat ook in de voorafgaande jaren de monetaire condities extreem ruim waren. De reden hiervoor is dat de opkomende markten er toen economisch gezien sterker voorstonden. De meeste hadden een ruim overschot op de lopende rekening en een lage rente, waardoor een kapitaalstroom in hun richting achterwege bleef. Het ruime monetaire beleid van de Fed vertaalde zich daarom destijds in een sterke kredietverlening in de Verenigde Staten zelf, die uiteindelijk een van de veroorzakers was van de hausse in de huizenmarkt.

OMSTANDIGHEDEN IN AZIË

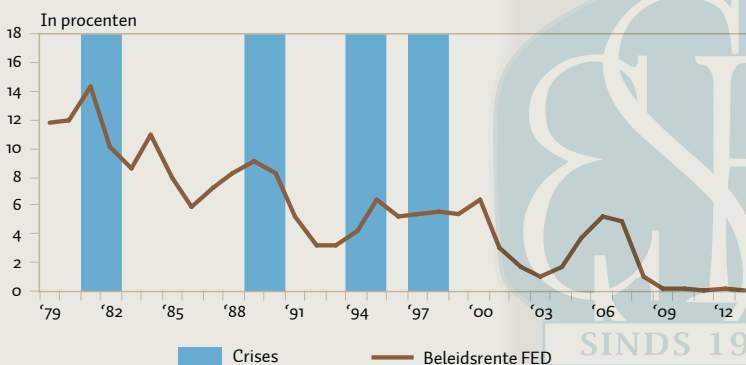
Voor crises waar een kapitaalomslag centraal staat, onderscheiden Summers (2000) en Frankel en Saravelos (2010) als gemeenschappelijke indicatoren: een hoge ratio van korte schulden ten opzichte van de buitenlandse reserves, een verslechtering van de lopende rekening, een daling van het bbp-groecijfer en een reële waardeestijging van de munt. Omdat deze indicatoren elkaar versterken, kunnen deze landen eenvoudig in een negatieve spiraal raken.

Tabel 1 toont de waarden van deze indicatoren gedurende de afgelopen jaren naast de waarden van de jaren in de aanloop naar 1997, het aanvangsjaar van de Azië-crisis. De tabel laat zien dat voor alle vier indicatoren voor de regio als geheel er nu veel beter voor staat. De economische groeicijfers liggen alle boven de drie procent en zijn daarmee de hoogste van de wereld en geven daarmee geen enkele reden tot zorg. Het merendeel van de Aziatische landen heeft thans een lopende-rekeningoverschot, is hierdoor niet afhankelijk van kapitaal invoer en is minder kwetsbaar voor een omslag in de kapitaalstromen. De reële wisselkoers levert een gemengd beeld op, maar door de toegenomen wisselkoersflexibiliteit ten opzichte van voormalige crisisperiodes lijkt deze indicator aan belang te hebben ingeboet. Ten slotte worden alle korte schulden nu meer dan volledig gedekt door de aanwezige buitenlandse reserves. Van de individuele landen blijken vooral India en Indonesië door hun combinatie van een lopende-rekeningtekort en relatief hoge kortlopende schulden – mede tegen de achtergrond van het inzetten van de reserves voor interventies – het meest kwetsbaar voor kapitaaluitstroom, zoals recent ook werd bevestigd.

Een recente studie van Rey (2013) geeft andere aanknopingspunten om de gevolgen van een kapitaalomslag in te schatten. Rey constateert een verband tussen kapitaalstromen en de mondiale financiële cyclus, die wordt gedomineerd door

Renteverhoging VS en crisis opkomende economieën

FIGUUR 2



Bron: Bloomberg

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

de monetaire cyclus in de Verenigde Staten. Ze toont aan dat van de vier kapitaalcomponenten – buitenlandse directe investeringen, aandelentransacties, obligatitransacties en buitenlandse kredieten (bankleningen en exportkredieten) – de buitenlandse kredieten de hoogste correlatie vertonen met de mondiale financiële cyclus. Daarnaast is deze kapitaalvorm het meest volatiel en pro-cyclisch, in het bijzonder rond de aanloop naar en het uitbreken van een crisis. Indien wordt gekeken naar de buitenlandse kredieten in de periode 2010–2012, blijkt een tweedeling in Azië: enerzijds waren er daar de verstrekte buitenlandse kredieten in die drie jaren die meer dan dertig procent van de aanwezige buitenlandse valuta-reserves bedroegen voor Maleisië (43 procent), Indonesië (41 procent) en India (30 procent). Voor China, Taiwan en Zuid-Korea lagen deze met percentages nabij tien, aanzienlijk lager. Dus ook op basis van de samenstelling van de kapitaalrekening blijken Indonesië en India, naast Maleisië, het meest kwetsbaar voor een omslag op de kapitaalrekening. Op basis hiervan kan worden geconcludeerd dat er geen reden is om te twifelen aan de robuustheid van de economisch sterkere landen in de regio, waardoor van een eventuele crisis in Indonesië en India geïsoleerd zal blijven en uitbreiding naar een regionale crisis onwaarschijnlijk is.

BELEIDSREACTIES

De turbulentie op de financiële markten heeft de overheden in de Aziatische opkomende economieën geactiveerd. Het effect van de monetaire verkrapping in de Verenigde Staten op Aziatische landen wordt bepaald door hun externe kracht. Landen als Zuid-Korea en China zouden het relatief goed moeten doen. Hiermee in lijn zagen deze landen hun reserves zelfs toenemen tijdens de onrust in de zomermaanden. Andere landen, waaronder India en Indonesië, blijken kwetsbaarder te zijn. Als gevolg van de turbulentie zagen India en Indonesië zich genoodzaakt om onmiddellijk een aantal maatregelen te nemen om het tekort op hun lopende rekening te verminderen. Dit kan zowel direct als indirect. Een directe manier is om de import van bepaalde goederen te belemmeren. Zo heeft India de invoer van goud, dat in de top tien van importproducten staat, aan banden gelegd en heeft Indonesië een belasting op luxe goederen ingevoerd. Een indirecte manier om de economische groei af te remmen en zo de invoer te verminderen, is door de overheidsbestedingen te beperken en de rente te verhogen. Zowel de Indonesische als de Indiase centrale bank heeft de rente verhoogd. Verder zijn in Indonesië de subsidies op brandstofprijzen verminderd als bezuinigingsmaatregel, terwijl India een ambitieus pakket aan begrotingsmaatregelen heeft aangekondigd voor het aankomende begrotingsjaar.

CONCLUSIE

De aankondiging van Fed-voorzitter Bernanke dat het ruime monetaire beleid ten einde loopt, betekent dat een risicovolle periode is aangebroken voor opkomende economieën met een kwetsbare externe sector. Azië als regio staat er echter aanmerkelijk beter voor dan in 1997 en een nieuwe Azië-crisis is dan ook niet erg waarschijnlijk. India en Indonesië zijn echter wel kwetsbaar voor het wegvallen van buitenlandse kapitaal, temeer nu ze ingeteerd hebben op hun buitenlandse reserves en hun economische groei zal afzakken door de afgedwon-

Landenprestaties op kwetsbaarheidsindicatoren, in procenten¹

TABEL 1

	bbp-groei (vijfjaars-gemiddelde)		Saldo lopende rekening		Reële wisselkoers (afwijking tov driejaars-gemiddelde)		Kortlopende schuld/reserves	
	1997	2013	1997	2013	1997	2013	1997	2013
India	2,1	4,4	-0,7	-4,5	-2,1	-3,9	0,2	0,3
Indonesië	1,0	5,2	-3,0	-4,0	3,1	-3,6	1,7	0,5
Thailand	1,8	3,9	-2,0	1,0	4,2	0,9	1,3	0,3
China	4,7	6,0	4,0	1,5	8,1	3,4	0,2	0,2
Zuid-Korea	1,7	3,3	-1,5	3,0	-1,0	3,8	2,0	0,3
Filipijnen	2,6	3,5	-4,8	3,0	4,1	4,9	1,1	0,1
Maleisië	0,4	4,2	-5,9	4,0	3,3	0,5	0,7	0,3
Taiwan	1,4	3,0	2,4	9,0	0,8	1,1	0,2	0,2

¹ Reële wisselkoers: (+) is een appreciatie; (-) is een depreciatie.

Bron: Economist Intelligence Unit; Bloomberg

gen renteverhogingen. Daar staat tegenover dat ze inmiddels diverse maatregelen hebben getroffen, maar het is de vraag of dit voldoende is. De recente aankondiging dat de monetaire verkrapping in de Verenigde Staten nog even op zich laat wachten, geeft India en Indonesië de tijd om verder orde op zaken te stellen. Deze kans mogen zij niet onbenut voorbij laten gaan.

LITERATUUR

- Asmussen, J. (2013) *Spillovers from Fed tightening*. Toespraak Bruegel annual meetings. Brussel, 10 september.
- Fernandez-Arias, E. (1994) The new wave of private capital inflows: push or pull. *World Bank WPS*, 1312.
- Frankel, J. en G. Saravelos (2010) Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-2009 global crisis. *NBER Working paper*, 16047.
- Goldstein, M., G.L. Kaminsky en C.M. Reinhart (2000) *Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets*. Washinton, DC: Institute for International Economics.
- IMF (2013) *Unconventional monetary policies – recent experiences and prospects*, 28.
- Rey, H. (2013) *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. Londen: London Business School.
- Summers, L. (2000) *International financial crises: causes, prevention and cures*. Richard T. Ely Lecture. 1916
- Wereldbank (2013) *Global Economic Prospects*. *Global Economic Prospects*, 7(26).